

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

**Il contesto di riferimento del governo d'impresa e le determinanti della qualità della corporate governance in Italia:
Un'analisi empirica delle società quotate**

This is the author's manuscript

Original Citation:

Availability:

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/1558746> since 2016-03-28T23:24:02Z

Terms of use:

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO

Dipartimento di Management

Dottorato di Ricerca in Business and Management



TESI DI DOTTORATO

CICLO XXVIII

A.A. 2013 - 2014 - 2015

**Il contesto di riferimento del governo d'impresa e le determinanti della qualità
della corporate governance in Italia:**

Un'analisi empirica delle società quotate

Coordinatore:

Chiar.mo Prof. Paolo BIANCONE

Tutor:

Chiar.mo Prof. Valter CANTINO

Candidato:

Alessandro ZERBETTO

Sommario

INTRODUZIONE	6
1. CAPITOLO - La corporate governance e il sistema di controllo interno: inquadramento teorico	9
1.1. Le definizioni di stakeholder ed il ruolo della corporate governance nel sistema impresa.....	9
1.2. Il governo d'impresa e le teorie alla base del concetto	14
1.2.1. La concezione ristretta e la concezione allargata di corporate governance	18
1.2.2. La separazione tra proprietà e controllo	22
1.2.3. Dalla teoria del mercato per il controllo societario alle concezioni di <i>outsider</i> ed <i>insider system</i>	25
1.2.4. Dalla teoria dei diritti di proprietà alla teoria dell'agenzia	32
2. CAPITOLO - La regolamentazione internazionale e italiana	39
2.1. L'evoluzione della regolamentazione internazionale nell'ambito della corporate governance	39
2.1.1. I Principi di corporate governance suggeriti dal <i>California Public Employees' Retirement System</i>	43
2.1.2. Il Combined Code sulla corporate governance (rapporto Hampel)	46
2.1.3. Il Sarbanes Oxley Act	48
2.2. L'evoluzione della regolamentazione italiana nell'ambito della corporate governance e l'attuale conformazione	51
2.2.1. La legge 262/2005 "Legge sul Risparmio"	53
2.2.2. Il codice di autodisciplina per le società quotate	58
3. CAPITOLO - La corporate governance : metodologie di ricerca ed analisi degli studi internazionali.....	63

3.1.	La relazione tra corporate governance e performance	63
3.2.	Gli indici per la valutazione qualitativa della corporate governance	66
3.3.	Le variabili che influenzano la qualità della corporate governance.....	76
3.3.1.	La dimensione aziendale.....	76
3.3.2.	Il leverage	78
3.3.3.	La partecipazione nel capitale di fondi di investimento esteri.....	80
3.3.4.	La partecipazione statale nel capitale della società	81
3.3.5.	Il settore di appartenenza	82
3.3.6.	La performance aziendale	83
4.	CAPITOLO - La composizione degli organi di corporate governance coinvolti nel sistema di controllo interno e le remunerazioni dei soggetti che li compongono, analizzati nell'esercizio 2012.....	86
4.1.	Obiettivi della ricerca	86
4.2.	Il Campione	88
4.3.	Metodologia	93
4.4.	Statistiche descrittive	94
4.4.1.	Il consiglio di amministrazione.....	94
4.4.2.	Il collegio sindacale	101
4.4.3.	I corrispettivi corrisposti alla società di revisione per la revisione contabile.....	106
4.5.	Analisi conclusive	113
5.	CAPITOLO - La misurazione della qualità della corporate governance ed i fattori che ne influenzano l'adozione per le società quotate italiane nel 2013	119
5.1.	Obiettivi della ricerca: domanda di ricerca	119
5.2.	Il Campione oggetto di analisi	124
5.3.	Metodologia	127

5.3.1. Il modello per l'analisi della determinanti della qualità della corporate governance	128
5.3.1.1. Descrizione del Modello: la variabile dipendente, l'Internal Control & Corporate Governance index (IC&CGi).....	129
5.3.1.2. Descrizione del Modello: le variabili indipendenti	138
5.3.1.3. Test di Multicollinearità.....	140
5.3.1.4. Test di Autocorrelazione	144
5.3.1.5. Test di Eteroschedasticità.....	144
5.4. Statistica descrittiva	146
5.5. Risultati della ricerca.....	155
CONCLUSIONI	158
Bibliografia	162

INTRODUZIONE

Nel corso degli ultimi 20 anni, a seguito della globalizzazione, nonché l'avvento e l'utilizzo sempre più penetrante della tecnologia internet, si è assistito ad un notevole incremento di velocità nell'evoluzione dei mercati in cui le aziende operano.

Ciò ha significato anche il dover affrontare difficoltà sempre più sfidanti, dovute al confronto con nuovi concorrenti, con nuove esigenze, le cui ricadute hanno un effetto traumatico sulle imprese e sulle persone che le compongono proprio perché devono essere perseverate attraverso un cambiamento nel modo di pensare e di lavorare.

È anche per tali ragioni che la tematica della corporate governance aziendale ha riscontrato una notevole attenzione dagli anni 2000 in poi, in quanto in particolare per le aziende è risultato necessario introdurre uno strumento che potesse consolidare la fiducia degli stakeholder, per da una parte riappropriarsi della credibilità persa dovuta agli scandali avvenuti nel mercato finanziario, dall'altra di mantenerla ricercando l'eccellenza dei processi di governo volti a rendere sempre maggiore la trasparenza della gestione aziendale.

Allo stesso tempo, le istituzioni hanno accresciuto l'interesse sul tema della corporate governance, introducendo regolamentazioni sempre più sfidanti non solo per garantire la stabilità del mercato finanziario, ma anche per generare una sempre maggiore responsabilità delle aziende, non più solo verso gli investitori e gli stakeholder interni, ma anche verso la comunità nel suo insieme, talvolta anche identificata in una comunità superiore ai confini nazionali, che sembra oramai considerare la totalità degli abitanti del globo.

Proprio al fine di indagare le caratteristiche del contesto di partenza della corporate governance italiana, nonché successivamente indagare le caratteristiche delle aziende che più si impegnano nell'adozione delle migliori pratiche di governo d'impresa, in cui entra nel merito il presente lavoro.

Nel primo capitolo si forniscono gli elementi per disegnare il *framework* teorico di riferimento per gli studi effettuati in materia, nonché per distinguere i filoni di studio in riferimento al tema.

Nel secondo capitolo si procede fornendo gli elementi relativi alle principali fasi della regolamentazione da parte del legislatore e l'autodisciplina per le aziende, in merito alle disposizioni di governo d'impresa, così da avere un quadro dell'evoluzione normativa sul tema, ed un'ottica globale sulla provenienza e sull'importanza dei diversi contributi.

Nel terzo capitolo invece, si descrivono alcuni dei più importanti contributi scientifici, tra i precedenti studi sul tema della corporate governance, focalizzando i lavori che più risultano propedeutici per le considerazioni poi dibattute nel successivo capitolo 5.

Si propongono poi nella seconda parte del lavoro le analisi empiriche effettuate sul tema della corporate governance.

Le ricerche implementate durante il ciclo di dottorato hanno visto due momenti diversi: una prima parte ha affrontato lo studio della situazione di partenza della corporate governance italiana, ricercando le peculiarità del contesto nazionale e le caratteristiche tipiche società quotate alla borsa valori di Milano. In questa fase si è preferito adottare un approccio statistico meno penetrante, al fine di intravedere le tendenze naturali della regolamentazione e della strutturazione del governo d'impresa, attraverso l'analisi della statistica descrittiva. È in questa prima parte "esplorativa" che è stato effettuato un lavoro di mappatura del sistema di controllo delle società quotate. Tale lavoro è presentato nel successivo quarto capitolo.

Nella fase successiva, oggetto del quinto capitolo, si è invece proceduto ad indagare in modo statisticamente più penetrante, attraverso la regressione lineare multipla, le caratteristiche delle società quotate che determinano una maggior adozione delle *best practices* di Corporate Governance. Ovviamente, tale lavoro è il frutto delle deduzioni e delle analisi effettuate nel precedente lavoro di studio, di analisi delle caratteristiche del contesto e dalla comprensione attraverso l'esplorazione statistica della realtà di partenza.

È per queste ragioni che i lavori presentati nei capitoli 4 e 5 hanno per oggetto lo stesso mercato borsistico italiano, analizzato però nel capitolo 4 per l'anno 2012, mentre per il capitolo 5 per l'anno 2013 (anni intesi come anni d'esercizio d'impresa). Si è deciso di tenere i lavori separati, oltre che per motivi legati al riferimento temporale del campione, per i diversi obiettivi delle ricerche, nonché per via delle diverse conformazioni dei campioni oggetto di studio. Nonostante lo scopo iniziale fosse tenere i campioni quanto più possibile identici, ciò non è stato possibile proprio per via della mancanza della totalità dei dati necessari ad implementare una ricerca che incide con un diverso grado di profondità l'indagine della materia (5° capitolo).

Rimane tuttavia la convinzione che tale separazione non sia un handicap, ma bensì un valore aggiunto, dovuto al fatto che proprio la prima parte del lavoro riferita al capitolo 4° è risultata la base di lavoro su cui si è svolta la conferenza sulla "Corporate Governance ed i sistemi di controllo" presentata presso il Campus di Management ed economia il 21 maggio 2014.

1. CAPITOLO - La corporate governance e il sistema di controllo interno: inquadramento teorico

1.1. Le definizioni di stakeholder ed il ruolo della corporate governance nel sistema impresa

L'impresa è definita come un sistema operante in un ambiente, con cui interagisce continuamente, ricevendo un flusso di input. Tali input in entrata vengono elaborati attraverso un processo di trasformazione per poi essere restituiti all'ambiente come output, sotto forma di prodotti o servizi. L'impresa si trova quindi inserita in un ampio contesto di riferimento, che può essere analizzato sotto molteplici punti di vista, essendo anch'esso definibile come un sistema, ovvero "un sistema di condizioni e circostanze, di diritto o di fatto, qualunque sia la loro specie ed origine, nel cui ambito l'impresa stessa trova condizioni di vita, di sopravvivenza e di sviluppo" (Ferrero, 1987). All'interno del sistema ambiente troviamo poi altri soggetti che vi operano, e che si relazionano al sistema impresa sia trasferendo le risorse necessarie all'azienda per effettuare il processo di trasformazione, sia essendo soggetti destinatari cui vengono trasferiti gli output provenienti dal processo di trasformazione aziendale. Tali soggetti sono definiti genericamente *stakeholder*, soggetti portatori di interesse verso l'impresa, di cui le definizioni fornite dai molteplici contributi di numerosi studiosi hanno nel corso dell'ultimo secolo principalmente visto una ripartizione in due sottocategorie.

Secondo Freeman e Reed (1983) gli *stakeholder* di un'azienda possono essere suddivisi in due gruppi:

- *Stakeholder* in senso "allargato", dove troviamo qualsiasi soggetto o gruppo di soggetti in grado di condizionare la società nel raggiungimento degli obiettivi o che risulta influenzato dal comportamento dell'impresa. Sono inclusi in questa categoria i gruppi di interesse pubblico, i gruppi di protesta,

le agenzie governative, le imprese concorrenti, i sindacati dei lavoratori, i dipendenti, i clienti gli azionisti, nonché i fornitori dei fattori produttivi;

- *Stakeholder* in senso “stretto”, dove troviamo qualsiasi soggetto o gruppo di soggetti da cui la società dipende per la propria sopravvivenza futura, risultando fondamentali. Sotto questa accezione rientrano i prestatori di lavoro, i clienti, i fornitori strategici, gli azionisti, alcuni intermediari finanziari.

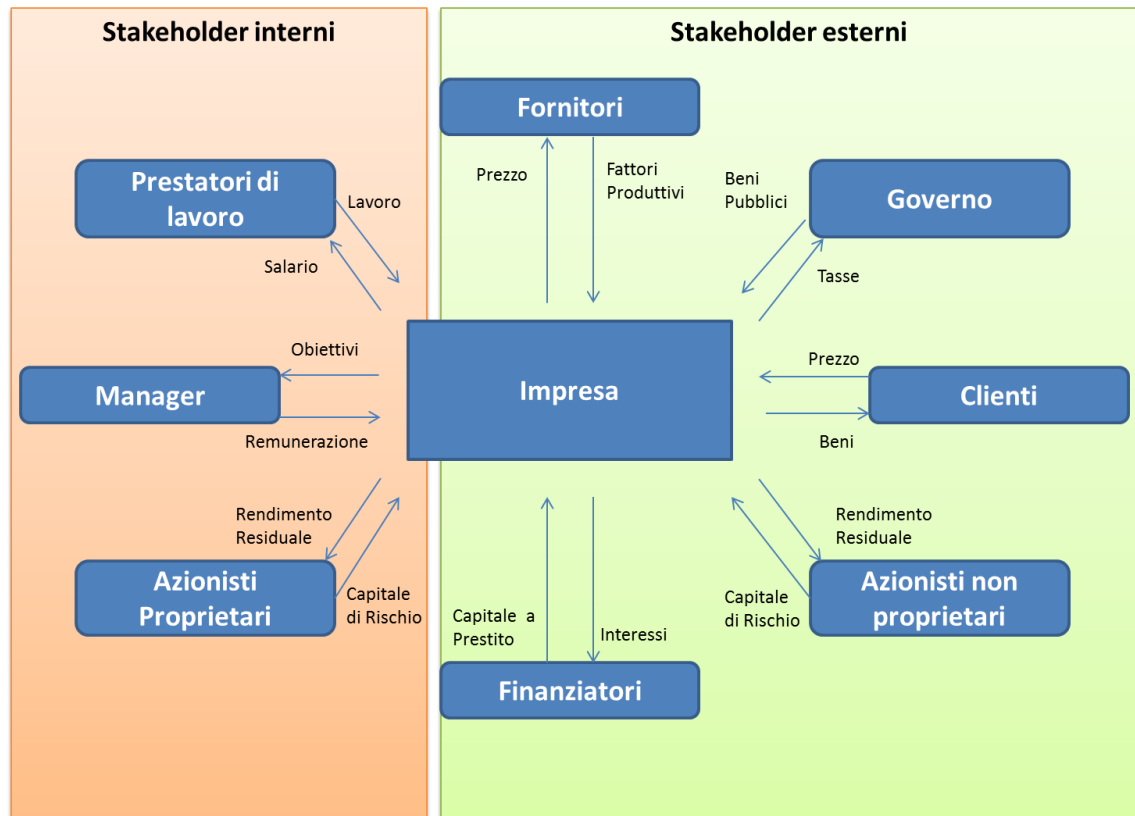
Anche secondo Clarkson (1998) gli *stakeholder* di un'azienda possono essere suddivisi in due gruppi:

- gli *stakeholder* volontari, rappresentano quei soggetti che decidono consapevolmente di assumere un interesse nei confronti dell'impresa e di sopportarne il rischio di non ricevere un'adeguata ricompensa rispetto il contributo fornito. Rientrano in questo sottogruppo i conferenti capitale quali azionisti (di rischio) e banche (di prestito), i clienti i fornitori ed i prestatori di lavoro;
- gli *stakeholder* involontari rappresentano invece i soggetti che risultano esposti inconsapevolmente ad un rischio, e conseguentemente non ne possono essere danneggiati (né avvantaggiati) dallo svolgimento dell'attività aziendale. All'interno di questa categoria rientrano lo Stato, la collettività locale, e tutti gli altri soggetti che risultano involontariamente condizionati dalle scelte effettuate dall'azienda.

Molto più pragmaticamente Carrol e Näsi (1997) suddividono gli *stakeholder* tra interni ed esterni:

- gli *stakeholder* interni sono identificati tra i prestatori di lavoro, gli azionisti ed i manager;
- gli *stakeholder* esterni sono identificati tra i consumatori, i concorrenti, lo Stato, i gruppi di attivisti sociali, i media ed in genere, dalla collettività.

Figura 1 Le relazioni tra impresa e *Stakeholder*, suddivisi tra interni ed esterni all'impresa.



In Italia, fin dai primi anni del secolo scorso, coincidenti con i primi studi riguardanti la dottrina economico aziendale, e per tutto il 900' è stata posta una notevole enfasi agli interlocutori sociali dell'impresa, distinguendo gli *stakeholder* tra:

- i portatori di interesse istituzionali quali i conferenti dei fattori produttivi capitale e lavoro;
- i portatori di interesse non istituzionali quali i fornitori i creditori, la pubblica amministrazione.

Queste distinzioni hanno portato a ciascuna classe di portatori di interesse a sviluppare interessi specifici, la cui soddisfazione verte sulla creazione di valore nel tempo (Zappa, 1927; Onida, 1954; Zappa, 1956).

Gli *stakeholder* sia interni, sia esterni, possono essere visti al tempo stesso come i creatori ed i destinatari del valore creato dall'impresa, rappresentando la totalità degli

attori in diversa misura rilevanti sul processo di governo d'impresa. Lo stesso concetto di attore del sistema di governo d'impresa ha subito innumerevoli mutazioni nel tempo, ed ha visto interpretazioni diverse connesse a differenti scuole di pensiero nazionali ed internazionali.

Secondo interpretazioni più recenti, in ambito internazionale è possibile sintetizzare i molteplici contributi scientifici registrati, poiché questi spesso tendono a considerare non più due ma principalmente tre categorie di *stakeholder* (Salvioni, 2007; Huse, 2007):

1. gli *equity stakeholder*, cioè i conferenti di capitale di rischio con potere assoluto o relativo di nomina degli organi di governo;
2. gli *economic stakeholder*, ovvero gli interlocutori aziendali con potere di intervento collegato essenzialmente a relazione di prestazioni di lavoro (dipendenti e consulenti) e di mercato (clienti, fornitori, fornitori di capitale o banche);
3. gli *environmental stakeholder* o *stakeholder* ambientali, cioè tutti i soggetti interlocutori dell'impresa, che possono influenzare anche solo indirettamente le dinamiche aziendali, esercitando sull'impresa pressioni di carattere socio-politico (pubblica amministrazione, la collettività locale, le parti sociali rappresentate ad esempio dai sindacati).

Se l'equa soddisfazione degli *stakeholder* è una prerogativa per l'esistenza dell'impresa nel medio lungo termine, tuttavia questi soggetti operanti sia all'interno che all'esterno dell'impresa, sono per loro natura relegati ad una condizione di incertezza, dovuta alla discrepanza, o meglio "asimmetria", tra le informazioni di cui questi dispongono e le maggiori informazioni a disposizione del top management.

Viceversa, in condizioni normali, il top management risulta in possesso di adeguate ed esaurienti informazioni (situazione dovuta al coinvolgimento quotidiano nella gestione aziendale) e delle competenze necessarie che determinano la migliore condizione possibile per poter effettuare delle scelte.

In virtù del fatto che l'azienda può essere definita come un nesso di contratti (Coase, 1937), tali contratti però non possono prevedere qualsiasi situazione possibile

(Jensen e Meckling, 1976) proprio l'insieme dei manager risulta detenere nelle proprie scelte gestionali un certo margine di libertà, di aleatorietà, libera da qualsiasi vincolo contrattuale rispetto agli *stakeholder*, ed in particolare rispetto gli *shareholder*.

Per tali ragioni sovente risulta difficile comprendere nello specifico se alcune iniziative risultano perseguire il bene degli *stakeholder* o viceversa, il beneficio dei top manager. Nel tempo, si è cercato di ovviare a questa situazione di disallineamento dei fini cercando di affinare il sistema dei contratti, introducendo elementi volti a limitare la discrezionalità dei manager, per esempio, implementando un sistema di regole sancite dalle norme di legge, dallo statuto delle società, dai contratti di debito bancario e così via. Questo insieme di elementi può portare ad una prima definizione di corporate governance, ovvero un sistema di meccanismi che regola il governo di un'impresa e definisce le relazioni tra i soggetti coinvolti nell'impresa, ovvero coloro che con essa intrattengono relazioni contrattuali (Forestieri, 2007). Complementare a questa la definizione di Onado (2000) che considera la Corporate Governance come un sistema mediante il quale le imprese vengono gestite e controllate e dunque, vengono rappresentati e composti i molteplici interessi dei vari soggetti (*stakeholder*) che hanno (o possono avere) rapporti economici con l'impresa.

Un esempio della condizione che determina un'asimmetria informativa si può delineare quando un potenziale investitore decide di diventare azionista di un'impresa operante in un mercato straniero, con cui non ha mai intrapreso relazioni. La decisione di investimento scaturisce dall'attenta analisi dei documenti economico finanziari della società, da cui emerge l'ipotetica bontà dell'operazione (in prospettiva) e il rendimento interessante ottenuto dagli attuali investitori conseguito nei precedenti esercizi. Tutto fa pensare ad un investimento adeguatamente remunerativo e rischioso, di cui l'investitore ne ha attentamente misurato e accettato l'entità. Tuttavia, l'investitore si trova a dover considerare anche l'eventualità in cui, una volta intrapreso l'investimento, il vertice aziendale della società in oggetto possa decidere in modo aleatorio di utilizzare quei capitali per perseguire un obiettivo illecito, o personale, o ancora decida di portare deliberatamente l'azienda al

fallimento. Tale situazione sarebbe disastrosa per l'investitore, tanto da portare a desistere dall'acquisto del capitale di rischio.

Proprio per queste ragioni assume una grande importanza la formalizzazione del governo d'impresa aziendale o *corporate governance*, ovvero l'insieme delle regole di governo e delle procedure in cui si sostanzia il sistema di direzione e controllo delle società di capitali, attinenti il soggetto giuridico, che di fatto individua i vincoli di ordine giuridico e morali che il soggetto economico, individuando la forma giuridica di esercizio dell'impresa, deve osservare nella propria attività economica (Cantino, 2007).

1.2. Il governo d'impresa e le teorie alla base del concetto

Una definizione di corporate governance univoca, globalmente accettata, non è ancora stata concordata, nonostante i numerosi contributi che a partire dagli anni settanta del ventesimo secolo, ha reso il governo d'impresa un tema molto dibattuto. Questo per via, principalmente, del disaccordo tra i diversi qualificati autori riguardo la portata del suddetto argomento. Entrando nel merito, si possono individuare due principali questioni che hanno sollevato divergenze tra i lavori riguardanti la disciplina:

1. l'ampiezza degli *stakeholder* considerati coinvolti nel processo di governo economico d'azienda;
2. l'ampiezza degli organi societari e/o dei meccanismi considerati, ritenuti in grado di influenzare il processo di governo economico d'azienda.

Per tali due questioni, in diverse ricerche, sono stati considerati talvolta differenti elementi, tali da rivoluzionarne l'impostazione teorica di fondo.

A questo proposito, per il primo punto affrontato, si possono individuare autorevoli contributi prevalentemente legati alle teorie manageriali d'impresa (tra gli altri Baumol, 1959) che individuano come *stakeholder* coinvolti nel processo di governo

economico principalmente gli azionisti (e considerando subito dopo come interesse secondario quello dei prestatori di capitale di debito, solo successivamente tutti gli altri), ulteriori contributi che invece considerano coinvolti come attori ugualmente importanti gli altri stakeholder che interagiscono con l'impresa quali i dipendenti, i fornitori, i consumatori, la comunità, ecc.. Tali diverse impostazioni sono principalmente dovute al fatto che negli studi di corporate governance si sono prese in considerazione le dinamiche aziendali delle società quotate in borsa, principalmente grandi o grandissime imprese. Le caratteristiche di queste imprese, variando molto da una nazione all'altra, definiscono di conseguenza una diversa scala di priorità nella soddisfazione delle attese nell'impresa. Da queste premesse si sono quindi affermate nel tempo due distinte linee di pensiero (Salvioni, 2007):

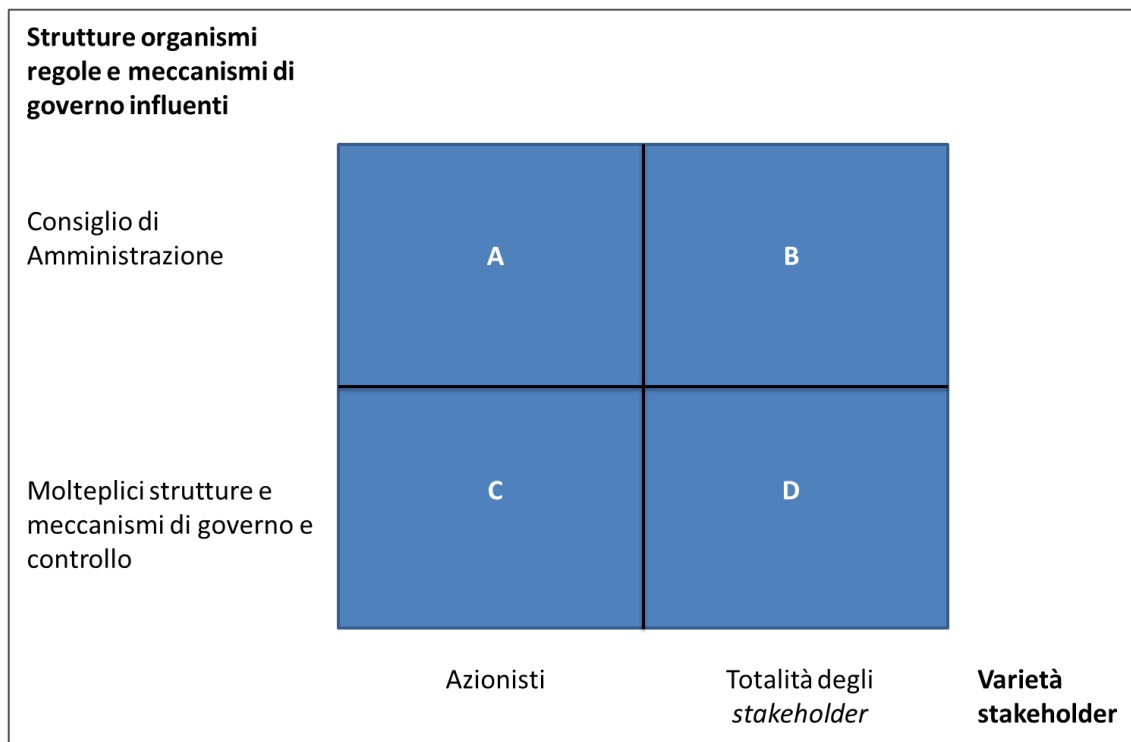
- la supremazia dei conferenti di capitale di rischio (*shareholder supremacy*) e delle relative attese economiche, in quanto attori principali che si assumono il rischio d'impresa ed a cui deve essere riservato un ruolo predominante nella definizione delle norme interne e nella nomina degli organi del governo d'impresa;
- l'opportuna valorizzazione di tutte le relazioni aziendali e delle connesse attese economiche ma anche non economiche, in quanto associabili all'ottenimento dei fattori strumentali per la formazione dei presupposti di redditività nel medio lungo termine, con una visione estesa degli attori sociali primari (conferenti di capitale di rischio e prestatori di lavoro), nonché l'integrazione tra questi e di altri interlocutori (*stakeholder view*).

In merito invece all'ampiezza degli organi societari ed ai meccanismi di governo, molte ricerche sul tema della corporate governance hanno posto al centro dell'attenzione solamente il consiglio di amministrazione, come unico (o prevalente) organo societario in cui si esprime il governo d'impresa, senza considerare come influenti sulle dinamiche di governo altri organi societari come il collegio sindacale (tipico delle imprese italiane), i sottocomitati, il top management, l'internal audit, l'organismo di vigilanza, oppure elementi esterni quali la società di revisione. Dunque, per questo secondo punto, la distinzione si effettua su due impostazioni differenti di corporate governance, che vedono schierata da una parte la concezione

per cui sia il consiglio di amministrazione l'unica entità su cui ricade prevalentemente o esclusivamente la responsabilità di definire e risolvere i nodi del governo d'impresa, dall'altra la concezione per cui la tematica del governo d'impresa non è attribuibile ad un'unica entità o organo, ma sia definibile attraverso un intricato sistema di strutture e di regole, di differente natura, il cui scopo è di far incontrare i differenti interessi che convergono sull'impresa.

Possiamo riassumere le istanze sopra esposte con un grafico a matrice, ponendo sull'asse orizzontale la varietà degli *stakeholder* considerati, mentre sull'asse verticale distingueremo tra le strutture, regole, organi e meccanismi identificati come influenti nel processo di corporate governance.

Figura 2 Framework per la classificazione delle teorie di corporate governance ¹



Incrociando le dimensioni della matrice otteniamo quattro caselle differenti in cui è possibile collocare le definizioni di corporate governance utilizzate in letteratura. Gli scenari scaturenti sono definiti nel prosieguo:

¹ Fonte: Zattoni, 2004

- nel quadrante “A”, troviamo tutti quegli studi che considerano l’interesse degli azionisti come pressoché l’unico diritto da tutelare attraverso le regole di governo societario; tali regole vanno a influenzare il funzionamento del consiglio di amministrazione, considerato come il solo organo predisposto al governo economico. Secondo questa impostazione teorica, l’esclusivo interesse dei portatori di capitale di rischio va tutelato, in quanto gli interessi degli altri *stakeholder* dell’azienda sono gestiti in modo efficiente dalle forze del mercato;
- nel quadrante “B”, si considerano invece come diritti da tutelare gli interessi di una molteplicità di *stakeholder*, ma si reputa il processo di governo d’impresa come un risultato dei conflitti scaturenti tra azionisti, consiglieri e management. Questi tre attori sono in una condizione di attrito, in quanto i consiglieri risultano responsabili verso i portatori di capitale di rischio che li hanno eletti, con l’incarico di garantire che il management persegua l’obiettivo della creazione di valore. In questo reticolo di relazioni, conseguente da un’evidente condizione di separazione tra proprietà e controllo (altrimenti l’azionista e il manager sarebbero lo stesso soggetto), si identifica nel consiglio di amministrazione l’organo destinato ad essere responsabile del governo economico;
- nel quadrante “C” rientrano gli studi che considerano analogamente al quadrante “A” l’interesse degli azionisti come il diritto prevalente da tutelare attraverso le regole di governo societario, ma ritengono il consiglio di amministrazione (pur svolgendo un ruolo centrale nella risoluzione del conflitto tra manager e azionista) come uno dei molteplici organi di un sistema, che compone il governo economico dell’impresa;
- Nel quadrante “D” si collocano gli studi che definiscono la corporate governance come una disciplina che tutela l’interesse di tutti gli *stakeholder*, e che considerano il processo del governo economico dell’azienda come il risultato dell’operare di numerosi organi, meccanismi e strutture di regole. Tale ultima definizione prevede che l’impresa sia intesa come un sistema sociale, il cui scopo è perseguire l’interesse degli azionisti coniugato però all’interesse degli altri *stakeholder*. I meccanismi, le strutture e le regole che

compongono la definizione di corporate governance sono in questo caso “allargati” a tutte le strutture e le istituzioni che condizionano i comportamenti delle imprese, abbracciando anche, per esempio:

- Il sistema di controllo interno, a sua volta comprendente:
 - le leggi le regole e le normative;
 - la struttura e il funzionamento degli organi societari;
- i sistemi informativi aziendali;
- i sistemi di incentivazione del management.

Delle quattro definizioni di corporate governance precedentemente affrontate, due in particolare assumono una considerevole importanza poiché riguardano altrettante nette impostazioni di pensiero, le quali hanno segnato la storia della disciplina. Ci riferiamo al *framework* definito dal quadrante “A”, appellato anche come “concezione ristretta di corporate governance” ed al quadrante “D”, appellato anche come “concezione allargata di corporate governance”.

1.2.1. La concezione ristretta e la concezione allargata di corporate governance

Da quanto precedentemente enunciato, possiamo identificare la concezione ristretta di corporate governance come la definizione scaturita dal dibattito sulle regole di governo d’impresa nato in seno ai sistemi capitalistici di stampo anglosassone, verso l’inizio degli anni 60’. La nascita del modello di *public company* determinava una crescente attenzione alle modalità di funzionamento del consiglio di amministrazione, soprattutto per le grandi aziende statunitensi. In questo scenario, si considera l’interesse degli azionisti come l’unico degno di tutela, in quanto remunerato in via residuale rispetto agli altri *stakeholder*, e dunque risulta questa categoria l’unica destinata a detenere il diritto di controllo. Tale diritto viene esercitato attraverso l’espressione di voto sulle decisioni straordinarie o più importanti, e attraverso la nomina dei soggetti incaricati di formare il consiglio di amministrazione. La conseguente relazione che si instaura tra azionisti e membri del

consiglio di amministrazione e/o top management, si configura come un rapporto di “agenzia”, ovvero un rapporto in cui un soggetto (azionista) definito “principale” incarica un altro soggetto (amministratore e/o manager) definito “agente” la realizzazione di un attività per suo conto (la creazione di valore).

In questa concezione teorica, il conflitto principale scaturisce dall’attrito determinato da una situazione di elevata dispersione dell’azionariato in una molteplicità di soggetti in possesso di una piccola partecipazione. Tale condizione determina una separazione tra proprietà, diritto detenuto dal soggetto in possesso delle azioni, ed il controllo, esercitato dal manager chiamato ad assumere le decisioni del governo economico. Ciò rende l’azionista il soggetto debole, in virtù del fatto che un possesso azionario limitato, da un lato riduce l’incentivo ad effettuare un attento controllo sull’operato del management, dall’altro permette al management, in virtù del minor controllo subito, di godere di una maggior libertà di azione ed esercitare un maggior potere all’interno del consiglio di amministrazione. Ricerche empiriche dimostrano come il potere del top management sia mediamente superiore nelle aziende con assetti proprietari dispersi e frammentati definibili sotto l’accezione di *public company*. Ciò è dimostrato da una tendenza al verificarsi, nelle grandi aziende ad azionariato diffuso, delle seguenti condizioni (Zattoni, 2004):

- una minor presenza di amministratori indipendenti in percentuali sul consiglio di amministrazione;
- un accentramento dei poteri (e/o cariche) in mano al Chief Executive Officer;
- una minor presenza di organi adibiti al controllo, strutture di controllo e sub-comitati volti a presidiare uno specifico tema gestionale;
- una minor frequenza delle riunioni.

Il successo della concezione ristretta della corporate governance, nata e sviluppata negli Stati Uniti, era stata successivamente analizzata anche nel resto del mondo, dove si era evidenziata però la limitatezza di questo modello. Questo poiché nei paesi industrializzati non di stampo anglosassone, la compagine azionaria più ampiamente diffusa non risultava essere coerente con il modello della *public company*, bensì

maggiormente simile ad un modello di impresa familiare o padronale. Variando le prerogative, emersero nella disciplina nuove e diverse problematiche, meno legate agli attriti determinati dalla separazione tra proprietà e controllo, e più legate alle differenze tra categorie di *stakeholder*.

Si arriva quindi alla concezione allargata di corporate governance, che risulta ovviamente contrapposta alla concezione ristretta, e identifica molti degli *stakeholder* come soggetti in grado di influenzare il governo economico d'impresa. Inoltre, come già osservato, questa interpretazione considera gli elementi esterni e gli organi societari come fattori coinvolti nel processo stesso di governo economico, poiché essi sono in grado di condizionare e/o vincolare le decisioni dell'organo direttivo. Dunque, il tema del governo d'impresa non si esaurisce attraverso l'analisi della composizione e della struttura del solo consiglio di amministrazione, ma studia anche le caratteristiche degli elementi, degli organi, e dei processi che compongono il più ampio sistema di governo e di controllo.

La rinnovata impostazione scaturita dall'analisi del capitalismo internazionale (Melis, 1999; Weimer e Pape, 1999) e la sua evoluzione verso un sistema globalizzato, in cui negli ultimi decenni sono risultate sempre più limare le difformità tra culture, sistemi di comunicazione, tradizioni ed istituzioni, considera più incisivi gli stimoli esterni provenienti dal sistema ambiente in cui l'impresa è inserita, dove non risultano sufficienti i meccanismi di mercato per regolare il rapporto con gli *stakeholder*. Nasce dunque l'esigenza di una maggior tutela dei soggetti portatori di interesse verso l'impresa, attraverso il bilanciamento dei poteri aziendali, affidati in modo opportuno a specifici organismi. Nel contesto descritto, la corporate governance tende dunque ad evolvere da una preminente attenzione per gli *shareholder* e per la connessa responsabilità economica, ad una valorizzazione di tutti gli *stakeholder* e dell'insieme delle responsabilità amministrative, economiche, sociali ed ambientali dell'impresa (Salvioni, 2007).

Le ricerche che condividono la concezione allargata di corporate governance, hanno dimostrato:

- come l'azienda non sia esclusivamente votata a perseguire la creazione di valore per l'azionista, ma non possa prescindere dal soddisfare anche gli interessi di molteplici *stakeholder* per continuare ad esistere;
- come le società che registrano un azionariato diffuso e frazionato, non sono la regola ma l'eccezione, la grande maggioranza delle aziende nel continente europeo e asiatico vede la presenza di un importante azionista con cui relazionarsi;
- come l'evoluzione della complessità delle dinamiche economiche e finanziarie hanno determinato la necessità di un più incisivo sistema di controllo, al fine di evitare il ripetersi di drammatiche frodi finanziarie;
- come la normativa nazionale ed internazionale che disciplina il governo d'impresa si è evoluta ed ha raggiunto una maggior complessità, determinando un maggior peso della totalità degli *stakeholder* nel governo economico, (andando quindi a favorire lo sviluppo della concezione allargata di corporate governance);

La Tabella 1 fornisce un quadro riepilogativo della concezioni allargata e ristretta di Corporate Governance, sintetizzandone i punti fondamentali precedentemente osservati.

Tabella 1 Tabella riepilogativa delle concezioni ristretta ed allargata di Corporate Governance

	Concezione di Corporate Governance	
	Ristretta	Allargata
Organi legati alla società considerati	Consiglio di amministrazione	Consiglio di amministrazione, Subcomitati, Organi di controllo interno, Organi di controllo esterno, <i>authority</i>
Stakeholder di riferimento	Azionisti	Tutti gli <i>Stakeholder</i>
Contesto più diffuso di assetto proprietario aziendale	<i>Public company</i>	Padronale
Conflitto principale	Azionisti vs <i>Manager</i>	<i>Stakeholder</i> vs <i>Manager</i>

Nel prosieguo della trattazione si forniscono gli elementi storici evolutivi fondamentali che hanno portato la disciplina della corporate governance all'attuale conformazione, soffermandoci sugli studi empirici che hanno rappresentato i punti cardine della dottrina.

1.2.2. La separazione tra proprietà e controllo

Con la nascita del concetto di separazione tra proprietà e controllo prende vita la disciplina del governo d'impresa. È infatti proprio dalla separazione tra proprietà e controllo registrata nelle grandi aziende statunitensi nella seconda metà del XIX secolo, dove gli amministratori di un'impresa erano manager remunerati che non

possedevano azioni della società che gestivano o che partecipavano a gestire, che nasce il grande dibattito sulla corporate governance.

All'inizio del XIX secolo, l'attività aziendale era perpetrata attraverso forme giuridiche che non permettevano la garanzia di una responsabilità limitata per le obbligazioni della società. Questo rendeva possibile ai creditori di una società insolvente, il diritto a rivalersi sul patrimonio dei soci e dei loro famigliari. Dunque era consuetudine la presenza in azienda di una persona ricoprente il ruolo di amministratore, imprenditore e proprietario (che peraltro ancora oggi risulta una situazione molto diffusa in Italia e nel mondo). Ovviamente, la mancanza di una forma giuridica che permettesse di tutelare il proprio patrimonio personale dalla sorti aziendali, limitava fortemente l'attrazione di potenziali investitori verso la partecipazione in aziende mediante l'utilizzo di capitale di rischio.

Nella seconda metà del XIX secolo negli Stati Uniti d'America, il legislatore introduce la rivoluzionaria possibilità di creare entità dotate di personalità giuridica, dando vita alle prime società di capitali. Questo avvenimento innova profondamente la storia economica degli anni successivi, segnando un passaggio epocale. Cominciano quindi a diffondersi queste nuove entità, in grado di possedere la titolarità sia di diritti che di responsabilità legali, fino a quel momento riservate alle sole persone fisiche. Queste entità si caratterizzano per via della separazione tra patrimonio personale dei singoli soci e patrimonio conferito nella società: in caso di insolvenza infatti i creditori si possono rivalere solamente sul capitale conferito, permettendo quindi una maggior facilità nel reperire risorse finanziarie, che fino a poco prima aveva fortemente contribuito a frenare la crescita e lo sviluppo aziendale.

Successivamente, agli inizi del XX secolo, si verifica la quotazione di alcune società di capitali al mercato borsistico. Tale avvenimento porta subito ad estremizzare il concetto di separazione tra proprietà e controllo, in quanto l'apertura del capitale al mercato aumenta il numero dei fornitori di capitale di rischio, portando altresì ad avere la massima separazione tra il soggetto che si occupa di gestire l'impresa e i fornitori di capitale, la cui relazione è semplicemente legata all'investimento di capitale effettuato. Stava nascendo il concetto di *public company*, la società ad

azionariato diffuso in cui si registra la più bassa identificazione tra azionista e impresa.

È proprio in questo contesto che la separazione tra proprietà e controllo comincia a registrare le prime tensioni ed a stimolare una via via crescente attenzione, tale per cui verrà poi considerata come materia di studio ai fini di produrre conoscenza su questo nuovo modo di concepire il governo d'impresa.

Su questa forte necessità di conoscenza si inserisce, all'inizio degli anni trenta, uno studio condotto da due ricercatori statunitensi Adolf Berle e Gardiner Means sulla composizione azionaria di tre delle più grandi imprese statunitensi, operanti rispettivamente nel settore ferroviario, industriale e dei servizi pubblici (Berle e Means, 1932). I risultati della ricerca "*The modern corporation and private property*" dimostrano come, per tutte e tre le aziende, il maggiore azionista possedeva meno dell'1 % del totale delle azioni emesse, mentre i primi 20 azionisti considerati insieme possedevano, sempre valido per tutte e tre le aziende in questione, non più del 5,1 %. Ovviamente i restanti azionisti possedevano quote significativamente inferiori, ciò a dimostrare statisticamente la dispersione della compagine azionaria, e l'individuazione empirica del modello della *public company* all'interno del mercato azionario come nuovo modello di assetto proprietario. Inoltre, successivamente all'analisi approfondita delle suddette società, la ricerca di Berle e Means indaga il grado di dispersione della proprietà azionaria per 104 società statunitensi quotate in borsa. Si dimostra empiricamente come di queste, ben 71 possedevano più di 20.000 azionisti, provando come il fenomeno della *public company* risultava ormai intensamente diffuso negli Stati Uniti d'America. Tale ricerca confuta anche come la separazione tra proprietà e controllo non era una peculiarità delle sole aziende di grandi dimensioni quotate in borsa. I due studiosi si addentrano nel mondo delle aziende di medie dimensioni, rivelando come anche per questo tipo dimensionale d'impresa, l'adozione del modello azionario a proprietà diffusa era una prassi non rara.

La diffusione della separazione tra proprietà e controllo porta alla ribalta il tema del governo d'impresa per le implicazioni che questa situazione comporta. La possibilità che una persona possa gestire le risorse finanziarie altrui, può comportare

l'eventualità che tali risorse siano utilizzate in modo improprio, o peggio, per scopi diversi dallo scopo aziendale, al fine di perseguire benefici personali. Proprio l'assetto azionario delle *public company* comporta che tanti prestatori di capitale di rischio mettano a disposizione di poche persone influenti le loro risorse, che si ritrovano nella condizione di poterne disporre in modo aleatorio e potrebbero decidere di perseguire la propria utilità personale a scapito di quella degli azionisti. Come vedremo, questa problematica rimane un punto aperto delle tematiche legate alla corporate governance, ed è argomento di dibattito dagli anni settanta del secolo fino ai giorni nostri.

1.2.3. Dalla teoria del mercato per il controllo societario alle concezioni di *outsider* ed *insider system*

È negli anni sessanta che negli Stati Uniti riprende slancio il dibattito sui temi di corporate governance, quando rivede la scena il dibattito sollevato dalla separazione tra proprietà e controllo. Dal fermento di quel periodo prendono vita e si sviluppano le cosiddette “teorie manageriali dell'impresa”. Si prende atto che il modello classico di imprenditore, ovvero dove azionista e manager sono sovrapposti nella stessa persona, non è l'unico modello efficace e che soprattutto per le grandi società ad azionariato diffuso, il modello alternativo della separazione tra proprietà e controllo, risulta altrettanto efficace. Viene quindi superata la diffidenza di alcuni verso la figura del manager non proprietario, la cui totale discrezionalità delle scelte gestionali può sembrare perseguire una propria utilità a discapito degli interessi degli azionisti. Si assume come la discrezionalità di scelta dei manager non è del tutto illimitata, ma essi risultano comunque sottoposti a dei meccanismi volti a disciplinarne il comportamento allo scopo di allineare i loro interessi a quelli degli azionisti, che se non perseguiti possono portare alla rimozione dall'incarico.

Inoltre, in presenza di assetti proprietari diffusi tra un elevato numero di investitori, i manager risultano sottoposti ad un controllo del loro operato da parte del mercato. Secondo la teoria del mercato per il controllo societario (*market for corporate*

control), il mercato funge come meccanismo di tutela degli interessi degli azionisti in quanto tende ad allocare il controllo dell'impresa ai soggetti che vi attribuiscono il maggior valore. Questo meccanismo è ovviamente reso maggiormente penetrante in virtù di determinate condizioni del mercato finanziario, e dalla sua efficienza. Tanto più il mercato dei capitali è efficiente, maggiormente il prezzo delle azioni di un'azienda va a riflettere puntualmente sia la qualità delle scelte gestionali intraprese dal management, nonché la qualità di quelle future annunciate al mercato. Questo permette di avere condizioni per cui scelte vincenti portano le azioni di un'azienda a raggiungere un prezzo più elevato, quindi a diventare meno appetibili a eventuali scalate da parte di altri investitori per ottenerne il controllo, e viceversa scelte sbagliate aumentano le probabilità dell'azienda di essere oggetto di *takeover*. In caso in cui un'azienda effettui delle scelte gestionali che non raggiungono la massimizzazione di efficienza ed efficacia, tale situazione si presenta *in primis* come una minaccia per il *management*, poiché esso rischia da una parte la mancata riconferma da parte dell'assemblea dei soci, dall'altra, in caso del realizzarsi di un takeover da parte di un'altra società, di essere sostituiti dal nuovo acquirente (Manne, 1965; Jensen, 1988; Scharfstein, 1988).

Ulteriori studi dimostrano poi, come la sostituzione del management sia una prassi, in seguito al *takeover* di un'azienda che ha registrato in precedenza basse performance (Shleifer e Vishny, 1997; Franks e Mayer, 1996).

Risulta dunque un requisito fondamentale, alla base dell'efficiente funzionamento del meccanismo, la capacità del mercato di valutare correttamente il valore delle azioni di una società.

In un mercato efficiente, il meccanismo sopra menzionato andrebbe a dare vita ad una condizione di domanda e offerta, per cui i soggetti in possesso di capitali, vedendo l'opportunità di conseguire un *capital gain* dall'acquisizione di una società, sono tanto più incentivati ad effettuare l'acquisto quanto più la differenza tra il prezzo di acquisto ed il futuro (teorico) prezzo di vendita potenziale risulta elevato. Il prezzo di vendita potenziale è quindi una stima della valutazione da parte del mercato dell'azienda nel caso perseguisse scelte gestionali vincenti, che l'acquirente suppone essere in grado di implementare.

Un'acquisizione con avvicendamento del controllo, ancorché non portata a termine, risulta una situazione che apporta benefici oltre che per i soggetti acquirenti dell'azienda obiettivo, soprattutto per gli azionisti di minoranza di questa, poiché il cambiamento del controllo risulta da una parte essere un incentivo per gli attuali manager ad effettuare le scelte migliori al fine di evitare la scalata (e quindi perdere l'incarico), dall'altra, nel caso l'acquisizione sia portata a termine, risulta un'opportunità di vedere riconosciuto un potenziale fino ad allora latente.

Per questi motivi il mercato per il controllo societario risulta essere un meccanismo importante per disciplinare il comportamento del top management, e ridurre le problematiche legate alla separazione tra proprietà e controllo, soprattutto nelle nazioni in cui il mercato dei capitali è efficiente. Tale meccanismo risulta maggiormente incisivo nei mercati in cui le società quotate a proprietà frammentata e diffusa sono presenti in numero elevato, e dove la legislazione determina un contesto favorevole all'effettuazione di scalate ostili. È infatti proprio laddove la scalata può essere ostile che il controllo da parte del mercato risulta maggiore, in virtù del fatto che il controllo della società può essere perso “senza necessità, né di un atto di consenso da parte di chi il controllo esercita, né di una revisione di precedenti accordi strategici, bensì attraverso l'acquisto sufficiente di diritti di voto” (Barca, 1993). Tale condizione del mercato finanziario, in cui il monitoraggio al quale risultano sottoposti i manager non è interno ma esterno, assumendo l'accezione di *outsider system*. L'*outsider system* o *market oriented system* deriva dal riconoscimento che il controllo della gestione aziendale sul raggiungimento di obiettivi soddisfacenti può appunto essere ottenuto dall'esterno per effetto del mercato dei capitali, in virtù della sua efficienza.

Le caratteristiche di questi mercati si riconoscono molto facilmente in quelli di stampo anglofono, del Regno Unito e degli Stati Uniti d'America, dove le società che vi operano risultano essere soggette ad un esercizio del controllo sulla gestione condizionato prevalentemente da pressioni provenienti dall'esterno, in un contesto dove la *common law* offre un buon grado di protezione sia agli azionisti di minoranza che ai creditori sociali (Fortuna, 2001).

Contrapposto all'*outsider system* vi è l'*insider system*, dove invece il controllo è effettuato principalmente dall'interno poiché quello esterno risulta assai meno incisivo. Tale situazione risulta ricorrente nei mercati finanziari poco sviluppati e meno efficienti, caratterizzati da una bassa presenza di società ad azionariato diffuso e frammentato, ed invece una forte presenza di assetti proprietari concentrati e stabili, nonché la presenza di forti legami (non solo relativi al debito, ma anche nell'azionariato) tra le imprese e le istituzioni bancarie. Con queste prerogative, tipiche dei mercati con una bassa protezione degli investitori, diventa allora essenziale un controllo effettuato dall'interno soprattutto per via dell'incapacità dei mercati finanziari di consentire *takeover* ostili che permetterebbero un ricambio al vertice, e quindi di agire come meccanismo di controllo. Si registra in questo tipo di sistemi un'immobilità degli assetti proprietari, dovuta al fatto che spesso la proprietà risulta accentrata nelle mani di uno o pochi azionisti, i quali attraverso anche strumenti quali i patti di sindacato o le partecipazioni a cascata, oppure portando sul mercato solo una parte marginale delle azioni, vanno a blindare la loro partecipazione impedendo qualsiasi potenziale scalata. Negli *insider system* il controllo sull'attività dei manager è allora affidato da un organo composto dai rappresentanti dei principali portatori di interessi, selezionati in base alla loro esposizione al rischio e alla criticità della risorsa conferita (Salvioni, 2007).

Le vicende storiche ed economiche che contraddistinguono i sistemi *insider system* hanno tuttavia due differenti modelli in parte divergenti (Melis, 1999; Weimer e Pape, 1999). A fronte delle sopra riportate caratteristiche comuni infatti, si distinguono:

- Il sistema renano, caratterizzato da una forte partecipazione al controllo aziendale sia delle banche sia dei rappresentanti dei lavoratori dipendenti;
- Il sistema latino, in cui risulta l'azionista di maggioranza a controllare il management, in virtù dell'influenza esercitata per mezzo della presenza nell'organo direttivo.

Il modello renano, originario della Germania ma diffuso altresì nell'Europa continentale e nei paesi scandinavi, presenta diverse analogie con il sistema giapponese (anch'esso di tipo *insider system*, aperto alle collaborazioni tra gli

stakeholder). Nel modello renano, vengono garantite all'interno degli organi istituzionali le rappresentanze o comunque le necessità di molteplici *stakeholder*, che puntano a mantenere relazioni costruttive insieme agli altri *stakeholder* attraverso una visione partecipativa dell'impresa al fine di contribuire al successo aziendale nel medio lungo termine (Forestieri, 1998). I vertici sono, in questo tipo di modello, chiamati a coordinare il tessuto di relazioni che caratterizzano gli organi istituzionali, mediando tra le diverse posizioni alla ricerca delle condizioni di economicità.

Nel modello renano i principali portatori di interesse (tra cui, oltre agli azionisti, anche gli enti finanziatori o banche, o ancora i lavoratori) partecipano attivamente ai processi decisionali, nei quali possono esprimere giudizi sull'indirizzo strategico, sui risultati, ed hanno il potere di sostituire il management. Proprio in riguardo delle rappresentanze dei lavoratori all'interno degli organi direttivi e/o di controllo che si sostanzia una delle più grandi differenze con i sistemi *outsider*, in cui il lavoro è concepito principalmente come uno dei fattori produttivi, che seppur fondamentale non trova tuttavia sistematica rappresentazione negli organi di istituzionali (infatti, anche se le rappresentazioni sindacali attraverso i fondi pensione possono arrivare a controllare percentuali importanti delle società di cui rappresentano i lavoratori - esempio è UAW, United Automobile Workers, il sindacato dei lavoratori statunitensi che sono impiegati nel settore automotive che ebbe una forte importanza negli anni 50' e 70' soprattutto per le sue conquiste in materia salariale e pensionistica per i lavoratori dell'auto, possiede una partecipazione in General Motors di quasi il 9% - questi agiscono sotto la doppia veste di lavoratori ed azionisti). La rappresentazione all'interno degli organi di direzione e controllo nei sistemi definiti *insider system* ha lo scopo di permettere la co-gestione aziendale, istituendo quindi un bilanciamento tra le sollecitazioni dei fornitori dei fattori produttivi. Tale bilanciamento viene implementato proprio al fine di vincolare il management a considerare le istanze di entrambi, a differenza di quanto avviene nei sistemi *outsider* in cui sono principalmente sottoposti ai vincoli imposti dai fornitori del fattore produttivo capitale, sia nella forma di debito che di rischio.

Prendendo poi in considerazione il modello latino, diffuso soprattutto nei paesi mediterranei quali Francia, Italia, Spagna, Grecia e Portogallo, troviamo notevoli

divergenze rispetto quanto sopra descritto relativamente al modello renano. In questo modello il potere di indirizzo della gestione ed il controllo risultano stabilmente nelle mani di un soggetto o di un ristrettissimo gruppo di soggetti (spesso di una famiglia), che ne detiene quindi la proprietà. Si identifica quindi diffusamente la situazione di imprenditore, ovvero si ritrovano nella stessa persona le caratteristiche di maggior fornitore del capitale di rischio e massimo esponente della gestione aziendale, o capoazienda. In questo scenario, si registra un'impossibilità del controllo attraverso il mercato borsistico, che spesso vede quotata solo una parte minoritaria delle azioni societarie, determinando la massima stabilità degli assetti proprietari. È dunque l'azionista di riferimento che, attraverso gli organi societari di governo e vigilanza, orienta e verifica il corretto funzionamento dell'azienda, effettuando quindi un controllo dall'interno di cui è il maggior beneficiario, talvolta a scapito degli interessi delle minoranze (Salvioni, 2007).

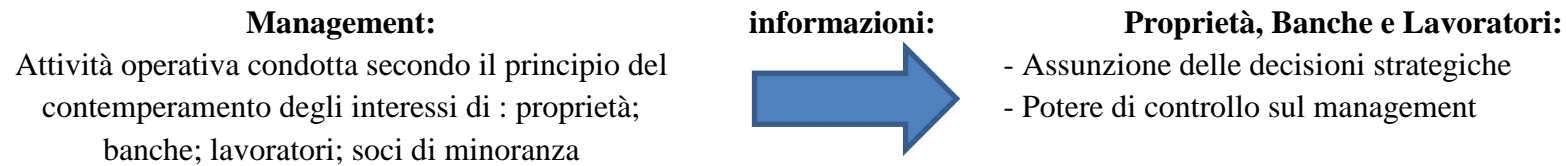
L'azionista di riferimento è, per questi motivi, in grado di esercitare una forte influenza sul management, mentre gli altri *stakeholder* risultano estraniati dal processo decisionale di governo e relegati ad una condizione di fornitori dei fattori produttivi. Tali soggetti detengono tuttavia il diritto a ricevere la relativa remunerazione.

Figura 3 Funzione di controllo e accessibilità delle informazioni nei modelli di governance - Fonte: Salvioni, 2007

OUTSIDER SYSTEM



INSIDER SYSTEM - MODELLO RENANO



INSIDER SYSTEM - MODELLO LATINO



1.2.4. Dalla teoria dei diritti di proprietà alla teoria dell'agenzia

All'inizio degli anni 70' l'attenzione degli studiosi ai temi della corporate governance registra un primo importante picco, in virtù di diverse importanti evoluzioni verificatesi sia sul fronte statunitense che sul fronte europeo.

In particolare, negli Stati Uniti e nel Regno Unito si assiste al fallimento di alcune importanti società quotate di grande dimensione, di portata tale da riuscire a destabilizzare il mercato. Questi avvenimenti riaccendono subito il dibattito sulle tematiche di governo d'impresa e sul funzionamento del consiglio di amministrazione, sul quale si consolidano polemiche riguardo la sostanza del suo incarico. Viene infatti dato molto risalto ad uno studio di Myles Mace dal titolo *Directors: Myth and Reality*, riguardante la composizione e il funzionamento pratico dei consigli di amministrazione delle *big corporation*. In tale studio si dimostra come la selezione dei consiglieri di amministrazione venisse effettuata in base a criteri non pienamente razionali, più orientati a valutare il prestigio personale del soggetto che non il contributo in termini di competenze e capacità in grado di fornire per migliorare il funzionamento del consiglio stesso. Dunque, si rileva come sostanzialmente, le società attuassero metodi di selezione dei propri consiglieri su base non sempre ottimale e talvolta viziata da supposizioni di autoreferenzialità. D'altro canto, gli stessi membri del consiglio di amministrazione vivevano la nomina al consiglio come un riconoscimento pubblico del proprio prestigio, e non come un incarico da assumere con dovere e attenzione. Tutto ciò a dimostrare come la composizione del consiglio di amministrazione di queste società, nonché il modo in cui i consiglieri vivevano l'incarico attribuito, non creava le condizioni ottimali ad ottenere un efficace funzionamento dell'organo direttivo, rendendo difficile affrontare adeguatamente le ardue sfide che l'organo si vedeva sottoporre.

In questo contesto, si insinua tra gli investitori un crescente sentimento di malcontento verso i consiglieri di amministrazione ritenuti non sufficientemente responsabilizzati rispetto al loro incarico, e verso l'allora sistema di governo d'impresa, ritenuto nel complesso inefficace. Nasce una visione favorevole ad incrementare la responsabilità degli amministratori rispetto alle decisioni approvate

dal consiglio di amministrazione, così da rendere il consiglio stesso più attento nel valutare l'operato dei consiglieri esecutivi o "interni", che fino ad allora godevano di una fiducia quasi assoluta.

Tale contrappeso sarebbe stato implementato sia attraverso l'introduzione nel consiglio di una maggior percentuale di amministratori esterni indipendenti, sia attraverso l'istituzione di sottocomitati per il controllo interno (o *Audit committee*). Tali disposizioni nascevano dalle assunzioni che:

- l'introduzione di una maggior percentuale di amministratori esterni dotati dei requisiti di indipendenza, ovvero che non hanno intrattenuto negli ultimi periodi relazioni economiche con la società, permette di rendere il consiglio di amministrazione un organo maggiormente oggettivo, in grado di effettuare un controllo efficace dell'operato del top management. Questo poiché gli amministratori indipendenti sono ritenuti responsabili nella gestione alla stregua degli amministratori esecutivi, tuttavia non disponendo di un coinvolgimento nell'attività aziendale tale da disporre di informazioni sufficienti per risultare allineati agli amministratori esecutivi; proprio per questo motivo devono richiedere la predisposizione di un adeguato flusso informativo al fine di disporre delle necessarie conoscenze che il loro ruolo, all'interno del consiglio di amministrazione, richiede;
- l'introduzione di un sottocomitato all'interno del consiglio di amministrazione, denominato comitato per il controllo interno (*audit committee*), suggerito dalla SEC (Security Exchange Commission, *authority* del mercato finanziario statunitense) già negli anni trenta, con l'incarico, tra gli altri, di verificare la credibilità e la veridicità dei processi di formazione del bilancio. Necessaria per effettuare tale tipo di controllo, una composizione dell'organo da parte di amministratori non esecutivi, possibilmente indipendenti.

Sempre in questo periodo, sul fronte europeo, le istituzioni si adoperano per raggiungere un accordo tra gli stati membri, allo scopo di uniformare il vigente stato dell'arte sul tema del governo d'impresa, in vista della successiva nascita di un mercato libero europeo. Nel merito, la direttiva più concitata riguarda l'introduzione

del modello di governo strutturato su due livelli (sulla conformazione del modello dualistico, diffuso in Germania), abbandonando il più diffuso consiglio di amministrazione ad un solo livello tipico del modello anglosassone.

È in questo contesto che nel 1976 due ricercatori americani Micheal Jensen e William H. Meckling, definiscono i lavori di Coase (1937) e di Alchian e Demsetz (1972), come studi nei quali l'impresa è concettualizzata come un agglomerato di "finzioni giuridiche che fungono da nesso per un insieme di relazioni tra individui, in cui i contratti di lavoro, oltre a soddisfare gli interessi individuali degli agenti aiutano anche a massimizzare il valore dell'impresa". Successivamente, l'impresa sarebbe stata definita da Moore come una "sommatoria di asset fisici sui quali si vantano diritti di proprietà" (Moore, 1992). Lo studio di Coase (1937) pone l'attenzione sui diritti di proprietà che costituiscono la base del sistema impresa, dove attraverso contratti sia impliciti sia espliciti che impattano sul comportamento dei soggetti che compongono l'organizzazione, si ritiene siano gli azionisti ad imporre il comportamento dei manager in ogni circostanza. Nella realtà, tale condizione risulta di per sé irraggiungibile, in quanto è difficile ipotizzare che un insieme di contratti possano contenere clausole tali da considerare ogni possibile situazione (Grossman e Hart, 1986; Hart e Moore, 1990). Sono quindi i manager che si assumono la libertà (e l'onere) di prendere le decisioni che non risultano espressamente definite contrattualmente. Si definisce questa condizione con l'espressione di "incompletezza contrattuale" che genera dei "diritti residuali di controllo", identificando decisioni che i manager assumono per colmare il *gap* tra contratto stabilito e situazione reale. Secondo Hart "In un mondo di contratti incompleti vi è un'allocazione ottima di diritti residui di controllo: nella misura in cui la proprietà va insieme ai diritti residui di controllo, vi è pertanto una ottima allocazione della proprietà delle risorse" (Hart, 1988).

L'esistenza e la diffusione della condizione di "incompletezza contrattuale" pone dunque la necessità di introdurre sistemi di incentivazione e monitoraggio del management; e su questi presupposti che Jensen e Meckling svilupparono la teoria dell'agenzia. Secondo tale teoria, la relazione di agenzia intercorre quando, a seguito di un contratto, un soggetto (definito principale) delega un altro soggetto (agente) a

ricoprire per suo conto una data mansione o attività; proprio al fine del conseguimento dell'attività delegata, all'agente viene trasferito il potere decisionale necessario. Fin qui, si tratta di una definizione molto generale che considera qualsiasi relazione tra individui in cui la situazione di un soggetto dipende dall'azione di un altro soggetto (Jensen e Meckling, 1976). Approfondendo l'analisi, il soggetto definito principale, nel delegare l'attività all'agente, ne stabilisce regole e condizioni che sovrintendono la relazione, nonché le modalità secondo cui le parti saranno ricompensate in seguito alla realizzazione dell'attività. L'agente, nell'effettuare l'attività delegata, si ritrova a poter decidere attraverso quali modalità compierla. Le assunzioni alla base di questo costrutto teorico vedono:

- La situazione di massima utilità sia per l'agente sia per il principale, quando entrambi tendono a massimizzare i loro ritorni;
- La situazione in cui gli interessi dell'agente e del principale sono allineati risulta una condizione ideale puramente teorica.

Secondo questa impostazione infatti, dalle relazioni che intercorrono tra agente e principale possono nascere attriti nel caso si verifichino due determinate condizioni:

- La condizione in cui il soggetto "principale" non può direttamente monitorare l'operato dell'agente, e si ritrova a possedere informazioni incomplete rispetto a questo (asimmetria informativa);
- Il risultato dell'azione dell'agente è condizionato da eventi al di fuori del suo controllo (incertezza).

La condizione dell'asimmetria informativa è una consuetudine nella relazione di agenzia, poiché se da una parte l'agente si ritrova a essere maggiormente consapevole delle azioni che sta perpetrando, è tuttavia il principale ad avere una maggior coscienza del risultato finale che deve essere conseguito. Risulta quindi giocare un ruolo fondamentale nell'efficace ed efficiente definizione dei contratti all'interno dell'impresa, oltre alle variabili organizzative, la modalità di acquisizione delle informazioni (Fama e Jensen, 1983; Zingales, 2000).

Per quanto riguarda il secondo punto relativo al problema dell'incertezza, anche questa condizione è usuale nelle relazioni di agenzia, in quanto il tipo di attività che

vengono assegnate all'agente sono spesso soggette a condizionamenti da parte di elementi esterni non prevedibili, è quindi per questo a rischio di non poter essere compiute.

Queste due condizioni di asimmetria informativa e di incertezza sono cause di numerosi conflitti all'interno dell'azienda, tra i soggetti che ne sono gli attori, proprio perché entrambe le parti perseguono un comportamento volto a massimizzare la propria utilità, e quindi anticipare razionalmente gli effetti della relazione di agenzia sui risultati futuri.

La condizione di asimmetria informativa risulta essere la causa che può portare a generare due ulteriori specifici problemi:

1. L'azzardo morale;
2. La selezione avversa.

Per azzardo morale si intende la condizione in cui la mancanza di volontà dell'agente nel raggiungere i propri obiettivi, rispetto a quanto stabilito contrattualmente con il principale, porta l'agente a ricercare una forma di opportunismo post-contrattuale, che spinge questo soggetto (agente) a perseguire i propri interessi a spese della controparte (principale) (Baumol, 1959; Marris, 1964; Williamson, 1964; Jensen 1986), confidando nell'impossibilità per quest'ultima di verificare la presenza di dolo o negligenza.

Per quanto riguarda invece la selezione avversa, questa è definibile come una forma di opportunismo pre-contrattuale, che si concretizza proprio quando è il principale a trovarsi in una condizione in cui risulta impossibile verificare le caratteristiche che l'agente asserisce di avere prima dell'assunzione, e pertanto non si può constatare se possiede realmente le competenze nello svolgere le attività per cui sarà remunerato.

Gli attriti scaturenti dai problemi di agenzia potrebbero facilmente essere superati, come detto, nella condizione ideale in cui le informazioni fossero liberamente condivise tra i differenti attori, senza il sostenimento di ulteriori costi, e se gli incentivi dei diversi attori che partecipano alla relazione fossero pienamente coerenti tra loro. Tuttavia questa situazione è in realtà solamente utopica, in quanto

rappresenta una condizione limite che per essere realizzata dovrebbe determinare l'assunzione, da parte degli attori, di un comportamento irrazionale. A sostegno di questa tesi sono le evidenze empiriche, che dimostrano come queste condizioni si verifichino molto raramente, mentre di regola la presenza di asimmetrie informative e di incertezza determinano la nascita dei cosiddetti "costi di agenzia". Tali costi nascono proprio in virtù del fatto che, nelle relazioni tra agente e principale, rappresenta un rischio concreto la possibilità che il manager (rappresentato dall'agente) possa non agire perseguendo l'interesse del principale (rappresentato dagli azionisti), e a sua volta il principale non sempre è in grado di monitorare l'operato dell'agente. I costi di agenzia rappresentano quindi la diminuzione di benessere dovuta al non raggiungimento della condizione ideale, e pertanto ne misurano la differenza rispetto alla condizione reale.

In altre parole, i costi di agenzia sono i costi necessari ad allineare quanto più possibile gli interessi dei manager (agente) a quelli degli azionisti (principale), andando a contenere quanto più l'asimmetria informativa (Ang et al., 2000).

Tali costi possono essere ricondotti a tre principali categorie (Jensen e Meckling, 1976; Shleifer e Vishny, 1997; Di Cagno, 2012) e comprendono:

- I costi sostenuti dal principale per monitorare il comportamento dell'agente, e conseguentemente per intervenire nell'incentivare o disincentivare determinati tipi di comportamento, attraverso per esempio l'incentivazione azionaria per i manager più meritevoli (costi di controllo);
- I costi sostenuti dall'agente per garantire al soggetto principale che le decisioni che assumerà decisioni nel suo interesse, o per assicurare che nel caso le decisioni intraprese arrecassero un danno all'agente, questi sarà rimborsato. Tali costi potrebbero essere identificati, per esempio, con i costi sostenuti per l'implementazione o il miglioramento delle attività di controllo interno, che risultano implementate direttamente dall'organo di governo (costi di riassicurazione);
- La perdita di benessere residuale che si determina nella relazione di agenzia, nel caso di impossibilità di riconciliare interessi divergenti delle parti, che risultano non rimovibili (perdita residuale).

La continua ricerca di una condizione che possa portare alla diminuzione continua dei costi di agenzia, fino al loro annullamento risulta impossibile, in virtù del fatto che i costi di agenzia sono ineliminabili, poiché intrinseci nella contratto di agenzia.

L'adeguata ponderazione e l'utilizzo di strumenti, quali le modalità strutturate di remunerazione dei manager, la remunerazione per obiettivi, e l'istituzione di un adeguato sistema di controllo interno, possono portare la società a minimizzare i costi di agenzia (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen 1983; Fama, 1980).

2. CAPITOLO - La regolamentazione internazionale e italiana

2.1. L'evoluzione della regolamentazione internazionale nell'ambito della corporate governance

La necessità di una maggiore regolamentazione riguardo la tematica del governo d'impresa è quasi sempre stata determinata dal verificarsi di azioni scorrette perpetrate dai vertici aziendali di alcune società, poi sfociate in conseguenti scandali finanziari. La lista di scandali finanziari avvenuti negli ultimi 30 anni è purtroppo lunga, e segnata da gravi perdite per la collettività e per le singole categorie di *stakeholder*.

Riguardo questi accadimenti, i più traumatici hanno determinato una reazione forte da parte delle istituzioni, generando una mobilitazione che ha poi generato nuovi regolamenti contenenti disposizioni sempre più penetranti al fine di garantire una maggiore efficacia del sistema di controllo.

Si è cercato negli ultimi anni di andare ad aggiornare e rafforzare le disposizioni dimostrate più deboli, con particolare riguardo alle mancanze o inefficienze registrate nei controlli interni (Bertini, 2004), che gli scandali finanziari hanno fatto emergere.

La regolamentazione internazionale riguardo il tema del governo d'impresa vede percorsi due filoni normativi di intervento. Si può distinguere infatti tra:

- L'intervento legislativo da parte dello stato, cui corrisponde l'emanazione di leggi che prevedono sanzioni se non rispettate, quindi una *compliance* obbligatoria;
- L'intervento da parte del mercato finanziario stesso, definito autoregolamento o autodisciplina, che prevede solitamente su iniziativa del gestore del mercato, l'istituzione di una commissione (composta da numerosi esperti

trasversali alla comunità finanziaria) il cui scopo è redigere un codice composto da numerose disposizioni o *best practices*, la cui adozione è suggerita, attraverso l'approccio *comply or explain*, all'insieme delle aziende quotate (o un suo sottogruppo, esempio FTSE MIB). Si richiede inoltre di rendere conto pubblicamente del grado di adozione alle disposizioni suggerite dal codice, attraverso la relazione sul governo societario. L'adozione a queste disposizioni è del tutto volontaria (*compliance* volontaria), individuando nella persuasione morale da parte degli *stakeholder* la spinta verso l'adeguamento alle pratiche di corporate governance suggerite.

Secondo quest'ultimo punto, il primo esempio di autoregolamentazione o autodisciplina fu registrato nel Regno Unito a seguito dell'introduzione del Cadbury Code nel 1992. A questo seguirono una serie di interventi effettuati da ognuno dei principali stati economicamente più evoluti, volti alla creazione di un analogo regolamento, suggerendone l'adozione alle principali società nazionali quotate. Una sintetica rappresentazione di tali interventi è fornita nella successiva Tabella 2.

Tabella 2 Principali interventi di autoregolamentazione in tema di corporate governance, effettuati da alcuni degli stati economicamente più evoluti

Paese	Anno di pubblicazione del codice	Successive rivisitazioni	Istituzioni promotrici del codice	Comitati incaricati della stesura
Gran Bretagna	1992	2000, 2003, 2005, 2006	Diversi organismi, London Stock Exchange, Financial Reporting Council, Confederation of British Industry e Institute of Directors	Comitato Cadbury
	1995			Comitato Greenbury
	1998			Comitato Hampel
	1998			Comitati Turnbull, Smith e Higgs
Irlanda	1992-2006		adotta le stesse normative della Gran Bretagna	
Canada	1994		Borsa di Toronto	Comitato Dey
	2001		Borsa di Toronto e ordine professionisti contabili	Comitato Saucier
Francia	1995		Borsa di Parigi, Consiglio nazionale patronato francese, associazioni imprenditoriali	Comitato Viénot I
	1999			Comitato Viénot II
	2002			Comitato Bouton
	2003			Gruppo di lavoro Apef-Medef
Stati Uniti	1997	2002, 2005		Business Roundtable
	2004			National Association of Corporate Director
	2004	2007		Tiaa-Cref (fondo pensione insegnanti)
	1998	2005		CalPERS
	2005			The council of institutional investors
	2002			Institute of internal auditors
Giappone	1997	2001, 2004	Keidanren (federazione organizzazioni economiche)	Japanese Corporate Governance Forum
	1997			
Italia	1999	2002	Borsa Italiana	Comitato Preda
	2006	2011, 2014		Comitato Capuano

Germania	2002	Revisione annuale	Ministero della Giustizia	Commissione Cromme
Olanda	1997		Borsa di Amsterdam	Comitato Peters
	2004		Borsa di Amsterdam, associazioni d'impresa e degli investitori	Comitato Tabaksblat
Spagna	1998		Governo	Comitato Olivencia
	2003		Governo	Comitato Aldama
	2006		Commissione Nazionale del Mercato di Borsa e Ministero dell'Economia	Comitato del Codice Unificato
Belgio	1998		Associazione degli imprenditori	
	1998		Commissione per le Banche e la Finanza	
	1998		Borsa di Bruxelles	
	2004		Congiuntamente dalle organizzazioni emittenti	
Norvegia	2004	Revisione annuale	Borsa di Oslo, associazione analisti finanziari, associazione degli investitori, ecc.	
Lussemburgo	2006		Borsa lussemburghese	

Fonte: Salvioni, 2007

Pietre miliari della regolamentazione in ambito di governo d'impresa sono state, tra le altre, le disposizioni rispettivamente:

- Per l'intervento di influenza della qualità della corporate governance delle grandi imprese quotate, i principi di corporate governance sviluppati dall'investitore istituzionale CalPERS.
- Per l'intervento normativo effettuato dal mercato stesso, su iniziativa del gestore del mercato finanziario, il "rapporto Hampel", dal nome del suo principale relatore, il cui scopo è stato riassumere in un unico documento le disposizioni suggerite dai precedenti rapporti "Cadbury" e "Greenbury".
- Per l'intervento normativo effettuato dal legislatore, il Sarbanes Oxley Act, in seguito alle vicende avvenute d'inizio millennio relative alle società Enron e WorldCom, risulta ancora oggi molto attuale, ed ha profondamente segnato la storia della regolamentazione sulla corporate governance, con ripercussioni globali.

Si procede nel prosieguo ad approfondire i dettami delle disposizioni sopra citate.

2.1.1. I Principi di corporate governance suggeriti dal *California Public Employees' Retirement System*

CalPERS, l'acronimo di *California Public Employees' Retirement System*, è uno dei più grandi investitori istituzionale del mondo. Questo organismo ha avviato sin dalla metà degli anni 80' un'intensa attività volta a influenzare positivamente l'adozione di disposizioni di corporate governance maggiormente qualitative da parte delle grandi aziende quotate. Le prime proposte scaturiscono come reazione all'introduzione, da parte di alcune grandi *public companies* statunitensi, di clausole anti scalata o *anti takeover* nei loro statuti. In seguito, all'inizio degli anni 90', CalPERS assunse un atteggiamento ulteriormente propositivo nei confronti del mercato, proponendosi l'obiettivo di stimolare un miglioramento diffuso della corporate governance e della performance delle imprese in cui si ritrovava ad investire.

I principi di corporate governance che si svilupparono dal lavoro di CalPERS esprimono l'importante punto di vista di un azionista di peso, il cui scopo è di aumentare il dialogo tra gli azionisti e il top management aziendale. I principi furono poi gradualmente affinati, fino ad arrivare ad un documento finale nel 2005. Tali principi possono essere riassunti dai seguenti punti:

- Proposte riguardanti la *leadership* e l'indipendenza del consiglio di amministrazione:

I consiglieri indipendenti devono rappresentare la sostanziale maggioranza del consiglio. Questi sono tenuti ad incontrarsi periodicamente tra loro, almeno una volta l'anno, senza la presenza dell'amministratore delegato o di altri consiglieri non indipendenti. Inoltre, nel caso il presidente del consiglio di amministrazione sia anche l'amministratore delegato dell'impresa, il consiglio designa, formalmente o informalmente, un consigliere indipendente che agisce come leader per coordinare le istanze degli altri consiglieri indipendenti. Alcuni dei subcomitati del consiglio di amministrazione devono essere composti interamente da amministratori indipendenti. Tra questi: il comitato audit, il comitato per le nomine, il comitato per la valutazione del consiglio e per la governance, il comitato per la valutazione e la retribuzione dei dirigenti, il comitato per il rispetto delle regole ed etico, ecc..

Nessun consigliere può essere al contempo anche consulente o fornire servizi all'impresa. La remunerazione dei top manager è un mix di retribuzione monetaria e azioni di impresa. La parte rappresentata dalle azioni è una porzione significativa del compenso totale.

- Proposte riguardanti il funzionamento e la valutazione del consiglio di amministrazione:

il consiglio è tenuto a formulare in forma scritta i propri principi di corporate governance e deve rivederli periodicamente. Con riferimento alla proposte di nomina di un consigliere, il consiglio deve valutare il mix delle personalità, delle esperienze, delle prospettive e delle abilità che risultano più adatte all'impresa. Inoltre, il consiglio deve cercare di coinvolgere i gruppi storicamente sottorappresentati come le donne e le minoranze. Il consiglio

stabilisce i criteri di performance e periodicamente le valuta, rispettando i criteri introdotti.

I consiglieri indipendenti stabiliscono dei criteri di performance e di assegnazione degli incentivi per il consigliere delegato e regolarmente valutano la sua performance rispetto a tali criteri. I consiglieri indipendenti hanno accesso al parere di esperti indipendenti dal management. I criteri devono fare in modo che l'amministratore delegato risulti allineato all'interesse a lungo termine degli azionisti, e che la performance dell'amministratore delegato sia confrontata periodicamente con quella dell'amministratore delegato delle imprese concorrenti, prevedendo che una significativa frazione della sua remunerazione sia variabile.

- Proposte in merito alla retribuzione dei manager:

I programmi di retribuzione del management dovrebbero essere progettati ed implementati al fine di allineare l'interesse dei manager a quello di lungo termine degli azionisti. Per conseguire efficacemente tale risultato, la retribuzione dei manager dovrebbe comprendere sia una componente monetaria, sia incentivi collegati alla performance azionaria d'impresa. Il consiglio dovrebbe incoraggiare il possesso di quote del capitale da parte dei dirigenti. Le politiche retributive manageriali devono, inoltre, essere comunicate agli azionisti. Tali comunicazioni devono contenere almeno le linee guida retributive, ovvero le modalità di assegnazione del mix tra retribuzione fissa e variabile, nonché i criteri per l'allineamento degli interessi tra manager e azionisti di lungo termine sopra citati. Le politiche di retribuzione devono poi successivamente essere approvate dagli azionisti in assemblea. Infine, i contratti dei manager devono essere resi pubblici e devono consentire agli azionisti di giudicare il funzionamento del sistema di incentivazione, e nel caso, correggerlo.

- Proposte riguardo le caratteristiche individuali dei consiglieri di amministrazione:

Il consiglio di amministrazione deve adottare delle linee guida che tengano conto del problema dell'impegno e del tempo dedicato da coloro che possiedono incarichi in più consigli di amministrazione. Tali linee guida

devono essere a disposizione del pubblico, e aggiornate annualmente (Zattoni 2004, CalPers).

2.1.2. Il Combined Code sulla corporate governance (rapporto Hampel)

Il Regno Unito è senza dubbio uno dei paesi più attivi nella produzione di rapporti sulla corporate governance. A partire dal 1993 il gestore del mercato (London Stock Exchange) con l'emanazione e la successiva entrata in vigore del rapporto Cadbury, segnò l'inizio della proliferazione dei codici di autodisciplina per le società quotate, per le nazioni occidentali. Questo documento, impose per primo le linee guida per l'autoregolamentazione delle società quotate alla borsa valori, di cui si registrano a pochi anni di distanza anche i successivi aggiornamenti contenuti nel rapporto Greenbury del 1995, e successivamente nel rapporto Hampel del 1998.

Il rapporto Hampel, in particolare, risulta come una combinazione delle proposte contenute dai due precedenti (Cadbury e Greenbury), assumendo proprio per questo l'accezione di *Combined Code*. Tale codice, successivamente aggiornato nel 2003, conteneva disposizioni riguardo la corporate governance rivolte alle società quotate alla borsa di Londra, cui le stesse società dovevano pubblicare in un documento (relazione sulla corporate governance) l'adozione o meno delle disposizioni suggerite dal codice, e in caso di non adozione giustificare i motivi (introducendo così il concetto poi ripreso anche dai seguenti codici di autodisciplina di *comply or explain*). Il codice risulta diviso in due sezioni, di cui la prima rivolta alle società quotate e la seconda dedicata agli investitori istituzionali.

Il contenuto del codice può essere riassunto dai seguenti punti:

1. Riguardo il consiglio di amministrazione:

- ogni impresa deve essere guidata da un'efficace consiglio di amministrazione, che risulta responsabile del suo successo.
- deve essere presente una chiara distinzione dei ruoli ai vertici dell'impresa, tra chi gestisce l'impresa e chi gestisce invece il consiglio di

amministrazione. Nessuna persona deve avere un potere decisionale tale da risultare incondizionato.

- il consiglio è tenuto a mantenere un equilibrio tra componenti esecutivi e componenti non esecutivi, considerando anche la partecipazione di componenti indipendenti, cosicché nessuna persona o ristretto gruppo di persone possa dominare il processo decisionale del consiglio stesso.
- deve essere presente una procedura formale, rigorosa e trasparente al fine di nominare i nuovi membri del consiglio.
- Il consiglio deve ricevere le informazioni necessarie in modo tempestivo, cosicché possa svolgere efficacemente il proprio compito. Inoltre, tutti i consiglieri devono periodicamente aggiornare e migliorare le competenze e le abilità possedute. Il consiglio è poi tenuto ad introdurre un processo formale e rigoroso di valutazione della propria performance, compresa quella dei sottocomitati e dei singoli consiglieri. I consiglieri devono quindi, ad intervalli regolari, presentarsi per la propria rielezione, condizionata al mantenimento di una performance soddisfacente. Il consiglio stesso deve inoltre pianificare e garantire un graduale ricambio dei suoi membri.

2. Riguardo le retribuzioni:

- Le retribuzioni devono essere tali da attrarre trattenere e motivare consiglieri aventi il profilo qualitativo richiesto per governare l'azienda con successo. I livelli retributivi non devono però risultare troppo elevati, e di questa una frazione significativa (per i soli consiglieri esecutivi) deve essere collegata alla performance individuale e d'impresa.
- Deve inoltre essere istituita una procedura formale e trasparente per definire le politiche retributive dei manager e dei singoli consiglieri. Nessun consigliere deve partecipare al processo di determinazione del proprio compenso.

3. Riguardo l'*accountability* e l'audit:

- Il consiglio deve presentare un'equilibrata e ragionevole valutazione della situazione dell'impresa e delle sue prospettive.

- Il consiglio deve mantenere un efficace sistema di controllo interno per proteggere l'investimento degli azionisti e le risorse aziendali.
 - Il consiglio deve stabilire delle procedure formali e trasparenti per applicare i principi di reporting finanziario e di controllo interno, nonché per mantenere una relazione positiva con la società di revisione
2. Riguardo le relazioni con gli azionisti:
- L'impresa deve costruire con gli azionisti un dialogo fondato sulla mutua comprensione degli obiettivi. Il consiglio, come organo collettivo, ha la responsabilità di assicurare un dialogo soddisfacente con gli azionisti. Il consiglio deve inoltre utilizzare l'assemblea degli azionisti per comunicare con gli investitori e per incoraggiarne la partecipazione.
3. Riguardo gli investitori istituzionali:
- Gli investitori istituzionali devono costruire con le imprese un dialogo fondato sulla mutua comprensione degli obiettivi.
 - Nella valutazione della governance della società, con particolare riferimento alle scelte relative alla composizione ed alla struttura del consiglio, gli investitori istituzionali devono considerare adeguatamente tutti i fatti che assumono rilevanza.

2.1.3. Il Sarbanes Oxley Act

È con l'avvento nella prima metà degli anni 90' della diffusione della tecnologia Internet a scopi imprenditoriali che si coniò il termine di "*New Economy*". Tale termine identificava un'evoluzione dell'economia dei paesi industrializzati attraverso le tecnologie web, che mutava da un sistema industriale produttivo prettamente manifatturiero, ad un sistema maggiormente legato ai servizi, con un forte orientamento all'utilizzo di *asset* immateriali rivolti ad un contesto globale. Tale rivoluzione, sicuramente profonda e strutturale, portò tra gli operatori economici nella seconda metà degli anni 90' il diffondersi della percezione secondo cui tale tecnologia avrebbe interrotto i normali corsi macroeconomici. In particolare, alcuni operatori sovrastimarono i benefici che la diffusione del web avrebbe generato in

termini di maggior efficacia ed efficienza del sistema economico (grazie un aumento della produttività ed una riduzione dei costi di transazione), che in aggiunta alla congiuntura positiva innescarono la situazione tipica di aumento dei corsi azionari precedente lo scoppio di una bolla speculativa. La bolla esplose nel 2000, generando innumerevoli fallimenti e tensioni sui mercati finanziari.

È proprio in questo periodo che due importanti scandali finanziari segnarono ulteriormente la sorte dei mercati borsistici statunitensi, generando l'accentuarsi delle tensioni sull'economia globale. Ci si riferisce a due grandi società quotate, Enron e WorldCom, che a distanza di meno di dodici mesi riuscirono a mettere in discussione la fiducia degli investitori nei mercati finanziari. Queste due società erano accomunate dall'essere ritenute dagli operatori investimenti molto solidi. Tuttavia, non si dimostrò così, in quanto per entrambe emersero delle frodi poste in essere attraverso la falsificazione del bilancio, che si ripercossero sugli investitori esposti, sui lavoratori e sui fornitori.

La risposta del legislatore arrivò nel 2002, quando il presidente degli Stati Uniti George Walker Bush con la sua firma rese legge il Sarbanes-Oxley Act, andando ad incidere profondamente sulla regolamentazione del governo d'impresa statunitense prima e mondiale poi. Tale legge introdusse nuovi e stringenti adempimenti in ambito di corporate governance per tutte le imprese quotate alle borse americane di New York, soprattutto riguardo i temi delle responsabilità gestionali dei membri componenti il consiglio di amministrazione e del top management, della redazione e veridicità dei documenti informativi societari, nonché dei conflitti di interessi tra società di consulenza e società di revisione.

Le novità introdotte dal legislatore statunitense attraverso il Sarbaes-Oxley Act, (di seguito SOA) possono essere sintetizzate nei seguenti punti:

1. Disposizioni sul governo d'impresa e sull'informativa societaria.

Secondo tali disposizioni all'amministratore delegato (CEO) e al direttore finanziario (CFO) si richiede di attestare che le informazioni fornite nel bilancio rispecchino effettivamente la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa. Il mancato rispetto di questa norma attraverso una

certificazione non veritiera, porta ad ingenti sanzioni pecuniarie e restrittive, con 10 anni di reclusione nel caso di accertamento della conoscenza del falso in bilancio, 20 anni di reclusione nel caso di falsificazione volontaria dell'informativa di bilancio. Le società sono tenute a comunicare con tempestività informazioni relative a variazioni della situazione finanziaria o operativa, in precedenza solo dovute in occasione delle informative annuali o trimestrali. Devono essere divulgate rapidamente le informazioni riguardo eventi che possono avere un effetto importante sul corso azionario (variazione giudizio agenzia di Rating, la creazione di un'obbligazione finanziaria, ecc..). Attraverso il SOA si impongono nuove ulteriori restrizioni alla quotazione, concessa solo a società che si dotano di un comitato di audit composto solamente da membri indipendenti, che istituisca delle procedure che permettano ad ogni dipendente, o qualsiasi altro soggetto la possibilità di comunicare al comitato stesso eventuali mancanze, o azioni illecite del processo contabile, o di audit della società e che abbia l'autorità, nel caso, di assumere adeguati provvedimenti.

2. Disposizioni in merito alla responsabilità e gli obblighi informativi in capo ai vertici aziendali.

Secondo tali disposizioni, nel caso l'impresa sia costretta a rivedere i propri bilanci a causa del mancato rispetto delle norme sull'informativa economico-finanziaria, l'amministratore delegato ed il direttore finanziario sono tenuti a restituire alla società qualunque bonus o incentivo percepito negli ultimi 12 mesi. Inoltre, i consiglieri i manager e gli azionisti di riferimento della società devono comunicare all'autorità che regola i mercati finanziari l'eventuale acquisto o vendita di pacchetti azionari, entro due giorni lavorativi dalla transazione. Non è poi concessa l'erogazione di prestiti personali ai consiglieri ed ai top manager, ad eccezione di alcune forme previste, purché comunque erogate a condizioni di mercato. Non sono ammesse compravendite di azioni da parte di consiglieri e dirigenti durante i periodi cosiddetti "*blackout period*", ovvero periodi in cui la negoziazione è sospesa. Le imprese quotate sono poi tenute a dichiarare l'adozione di un codice etico per i propri dirigenti, e nel caso, i motivi della non adozione.

3. Disposizioni in merito all'indipendenza della società di revisione.

Secondo tali disposizioni, il comitato di audit è tenuto a dare la propria approvazione ai servizi offerti dalla società di revisione. La società di revisione inoltre, non può erogare servizi di consulenza non strettamente collegati a quelli di revisione, e deve essere sostituita ogni 5 anni. I dipendenti della società di revisione che desiderano assumere il ruolo di amministratore delegato o direttore finanziario presso una società cui hanno fornito servizi di revisione, devono sostenere un periodo di aspettativa di un anno prima di poter prendere servizio (Zattoni, 2006, Sarbanes Oxley act, 2002).

2.2. L'evoluzione della regolamentazione italiana nell'ambito della corporate governance e l'attuale conformazione

La regolamentazione del contesto italiano passa attraverso numerosi interventi, sia posti in essere dal legislatore, sia dal gestore del mercato del capitale di rischio (Borsa Italiana S.p.a.). Tale evoluzione è sicuramente segnata sia da avvenimenti esterni, che dai avvenimenti interni al mercato italiano.

Le fasi principali di tale evoluzione normativa possono essere parzialmente riassunte dai successivi punti:

- La legge 58/1998 cosiddetta “legge Draghi” che introduce l'espressione “sistema di controllo interno” nella legislazione italiana, con portata generale per le società quotate, e ne affida al collegio sindacale la vigilanza sulla relativa adeguatezza. Il collegio sindacale è dunque collocato al centro del sistema dei controlli endosocietari.
- Nel quadro degli interventi volti a valorizzare la funzione dei controlli interni, facendo riferimento in particolare al profilo dell'assetto organizzativo e gestionale della società, si colloca anche il d.lgs. n. 231/01, che ha statuito la

responsabilità amministrativa dell'ente per i reati commessi nel suo interesse da parte di soggetti riferibili all'ente stesso (Gasparri, 2013).

- Il d.lgs. n. 6/03, ha poi visto riformare organicamente la disciplina delle società di capitali, contribuendo a determinare l'attuale configurazione del sistema di controllo interno: è in forza di tale intervento normativo che si è conferito al consiglio di amministrazione di tutte le imprese azionarie, ivi incluse quelle quotate, un ruolo di monitoraggio sull'attività gestionale posta in essere dagli amministratori esecutivi, con conseguente ampliamento della platea dei soggetti e degli organi costituenti il sistema dei controlli endosocietari.
- Alla luce degli scandali finanziari avvenuti all'inizio del millennio, riscuote una crescente attenzione il tema dell'adeguatezza del sistema amministrativo-contabile, quale insieme delle procedure finalizzate a garantire l'attendibilità delle informazioni aziendali di bilancio (Gasparri, 2013): è oramai indiscutibile l'importanza assunta, nell'ambito dei vari scandali finanziari italiani e statunitensi, dalle ricorrenti falsificazioni della contabilità aziendale effettuate dagli amministratori e dai direttori finanziari (Fimmanò, 2005). La risposta del legislatore avviene con la legge 262/2005, volta a responsabilizzare il management aziendale, ed inserire norme volte a garantire l'indipendenza della società di revisione rispetto alle attività di audit.
- Il ruolo dei controlli endosocietari nel panorama delle elaborazioni scientifiche dedicate al tema della qualità della governo d'impresa si è ulteriormente ampliato a partire dalla fine degli anni '90, anche per l'effetto dell'autodeterminazione di una serie di disposizioni dirette alle società quotate ad opera di un comitato costituito da rappresentanti di spicco delle stesse società, di operatori finanziari, di associazioni di categoria, i cui lavori sono stati coordinati dal presidente della Borsa Italiana. Si fa riferimento al Codice di Autodisciplina delle società quotate, il codice Preda, redatto nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance presso Borsa Italiana S.p.a. e aggiornato successivamente nel 2002, nel 2006, nel 2011, e da ultimo nel luglio 2014. Esso rappresenta il tentativo di sistematizzare, adattandole alle

peculiarità del diritto societario italiano, le *best practices* già recepite nelle più importanti esperienze straniere (Brutti, 2002), spesso destinate a definire modelli poi introdotti a livello di normativa primaria. Obiettivo programmato dell'iniziativa è quello di fornire “stimolo, sostegno e rafforzamento delle migliori pratiche al servizio del mercato”, identificando modelli organizzativi e di articolazione interna, principi ordinatori e regole concrete di comportamento degli organi di gestione e di controllo, nonché requisiti strutturali e funzionali di elementi dell'organizzazione aziendale rilevanti per il governo della società, in particolare, riguardo al sistema di controllo interno (Gasparri, 2013).

Si procede nel prosieguo ad approfondire i dettami delle disposizioni relative alla legge 262/2005 “legge sul risparmio” e del codice di autodisciplina per le società quotate emanato nel 2006 e successivamente aggiornato nel 2011, approfondimenti necessari a determinare l'attuale stato normativo, e le considerazioni affrontate nei successivi capitoli 4 e 5.

2.2.1. La legge 262/2005 “Legge sul Risparmio”

Uno dei processi di riforma più importanti e concitati della recente storia economica italiana è senza dubbio la Legge del 28 dicembre 2006 n. 262, meglio nota come la Legge sul Risparmio. Il processo di emanazione della suddetta legge ha infatti impiegato più di un anno e mezzo, apportando diversi e importanti cambiamenti in materia di disciplina societaria, nonché nuove disposizioni riguardo il risparmio ed i mercati finanziari. Inoltre, dispone numerose modifiche in materia di corporate governance, revisione contabile, intermediazione mobiliare e sanzioni, introducendo disposizioni che di fatto vanno a “recepire” molte delle norme precedentemente configurate attraverso il Sarbanes Oxley Act negli Stati Uniti d'America (Benvenuto, 2012).

Successivamente all'entrata in vigore della legge del 12 gennaio 2006, sono state introdotte mediante Decreto Legge (del 17 gennaio 2006) disposizioni riguardanti il

differimento di alcune norme in materia di obbligazioni bancarie, prodotti finanziari e assicurativi, nonché l'obbligo di prospetto per le sollecitazioni all'investimento.

Le novità introdotte dalla Legge 262 del 2005, articolata in 44 articoli, possono essere riassunte attraverso i seguenti punti salienti, di interesse per questo studio, nei seguenti punti:

1. Disposizione in merito di nomina e composizione del consiglio di amministrazione.

Secondo le nuove disposizioni, gli statuti delle singole società devono garantire che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati presentate dagli azionisti, e devono determinare la quota minima di partecipazione necessaria per la presentazione di tali liste. In ogni caso, la soglia per la presentazione di una lista per la candidatura di soggetti ad amministratori non può risultare inferiore ad un quarantesimo (2,5%) del capitale sociale. Inoltre, per le elezioni alle cariche sociali le votazioni devono essere svolte con scrutinio segreto. Inoltre, fatta eccezione per le società organizzate secondo il modello monistico, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere eletto sulla base della lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e che non deve essere collegata direttamente o indirettamente con la lista risultata prima per numero di voti. Nel caso in cui, il consiglio di amministrazione sia previsto da statuto essere composto da più di sette membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per il collegio sindacale, nonché tutti gli ulteriori requisiti eventualmente previsti dallo statuto.

Per le società organizzate secondo il modello dualistico, il cui consiglio di gestione deve comprendere più di quattro componenti, tra questi almeno uno deve possedere i requisiti di indipendenza precedentemente citati.

Infine, qualsiasi soggetto coinvolto nelle funzioni di amministrazione direzione e controllo deve possedere i requisiti di onorabilità che il Ministero di Grazia e Giustizia ha stabilito per i membri degli organi di controllo, in caso non li possieda verrà destituito dall'incarico.

2. Disposizioni in merito al collegio sindacale e gli organi corrispondenti nei modelli monistico e dualistico.

Si introducono disposizioni per cui, sarà la Consob ha stabilire, con apposito regolamento, le modalità per l'elezione dei membri effettivi del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza. In particolare, il presidente del collegio sindacale deve essere nominato dall'assemblea scegliendo tra i soggetti indicati all'interno delle liste di minoranza. Inoltre i dipendenti ed i soggetti che intraprendono relazioni di carattere economico o professionale con uno degli amministratori della società o con uno dei componenti della sua famiglia, non potranno essere nominati nel collegio sindacale della medesima società. Inoltre, la Consob introduce un nuovo regolamento con cui si stabiliscono i limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che possono essere assunti dai componenti degli organi di controllo delle società quotate e delle società emittenti strumenti finanziari dedicati al pubblico risparmio. I soggetti di cui sopra sono sottoposti a doveri di informativa al riguardo.

E ancora, i componenti degli organi di amministrazione e controllo, presso società non quotate, sono tenuti a comunicare all'assemblea il numero degli incarichi di amministrazione e controllo assunti presso altre società in anticipo rispetto all'accettazione del nuovo incarico.

3. Disposizioni in materia di azione contro gli amministratori della società.

Secondo queste disposizioni, l'azione sociale di responsabilità può essere promossa anche a seguito di delibera da parte del collegio sindacale assunta con la maggioranza dei due terzi dei sindaci in carica. Con riferimento esclusivo alle società quotate, si rivede il quorum necessario per la deliberazione dell'azione sociale di responsabilità fissandolo ad un quarantesimo (2,5%) del capitale sociale.

4. Disposizioni in materia di tutela delle minoranze.

Gli azionisti rappresentanti almeno un quarantesimo (2,5%) del capitale sociale possono richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno, indicando agli amministratori i punti aggiuntivi da considerare.

5. Disposizioni in materia di società off-shore.

Secondo tali disposizioni, le società italiane controllanti società estere che registrano una sede in nazioni che non garantiscono la trasparenza societaria, sono tenute ad allegare al proprio fascicolo di bilancio di esercizio, anche il bilancio della società estera in questione, redatto però secondo i principi e le regole contabili applicabili alle società italiane, oppure secondo i principi contabili internazionali. Inoltre, il bilancio della società estera in questione, deve essere sottoscritto dagli organi di amministrazione, dal direttore generale nonché dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari di questa. Ancora, il bilancio della società italiana deve essere corredato da una relazione scritta dagli amministratori riguardante i rapporti intercorsi tra la società e la società estera di cui sopra, cui deve essere allegata relazione contenente il parere in merito, espresso da parte dell'organo di controllo. Infine, il bilancio della società estera deve essere sottoposto a revisione da parte della società che revisiona il bilancio della controllante. Tenendo presente tali disposizioni, si sottolinea che le stesse devono essere applicate per società estere (con caratteristiche analoghe a quelle precedentemente descritte) che controllano società italiane, e che gli organi direttivi della società sono sottoposti a responsabilità civile, penale ed amministrativa, secondo la legge italiana in materia di redazione dei bilanci.

6. Disposizioni in merito ai diritti di voto per le fondazioni bancarie.

Secondo tali disposizioni, le fondazioni bancarie non possono esercitare diritti di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie delle società partecipate in misura superiore al 30% del capitale sociale, anche qualora la quota di partecipazione fosse superiore.

7. Disposizioni in merito al conflitto di interessi tra società e banche.

Secondo tali disposizioni, le banche dovranno rispettare le condizioni stabilite da Banca d'Italia, in conformità con quanto deliberato dal CICR, per le attività di rischio nei confronti di:

- Soggetti direttamente o indirettamente in possesso di una partecipazione rilevante, o di controllo della banca, o della società capogruppo;

- Soggetti in grado di nominare uno o più componenti degli organi amministrativi o di controllo della banca, o della società capogruppo;
- Soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo della banca o della società capogruppo;
- Società controllate da soggetti che rientrano tra le categorie sopra menzionate, o presso le quali svolgano incarichi di direzione, amministrazione o controllo.

8. Disposizioni in merito ai piani di stock option.

Per le disposizioni in merito alle stock option da parte di società quotate, una volta approvate con delibera del consiglio di amministrazione, devono essere poi approvate dall'assemblea degli azionisti e comunicate sia a Consob che al pubblico.

9. Disposizioni per la modifica della revisione dei conti.

Tramite queste disposizioni si stabilisce come la durata massima dell'incarico del revisore contabile sia stabilita in numero sei esercizi, rinnovabile una sola volta e non rinnovabile se non decorso almeno un triennio dal precedente incarico, con sostituzione del responsabile della revisione.

L'incarico di responsabile della revisione dei bilanci di una stessa società, se quotata, non può essere affidato alla medesima persona per più di sei esercizi. Sono inoltre stabiliti criteri più rigidi di incompatibilità. Gli obblighi sono infine estesi anche a società non quotate che controllano società quotate in mercati regolamentati.

10. Disposizioni in materia di protezione degli investitori.

Tali disposizioni hanno derogato al governo l'emanazione di un decreto legge che prevede:

- L'introduzione di procedure di conciliazione e arbitrato;
- Un sistema di indennizzo a favore dei risparmiatori, nel caso di controversie con intermediari finanziari oppure nel caso di dubbi sugli adempimenti per gli obblighi informativi, correttezza e trasparenza.

11. Disposizioni in materia di reati societari e sanzioni.

Tali disposizioni riguardano il reato di falso in bilancio, e prevedono due fattispecie di falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione circa l'approvazione delle regole previste dai codici di comportamento per le società quotate. Si introduce, poi, il reato di omessa comunicazione del conflitto di interessi che prevede il raddoppio delle sanzioni penali per le violazioni inerenti società aventi titoli quotati o diffusi al pubblico. Vengono poi addirittura quintuplicate le eventuali sanzioni amministrative pecuniarie, e raddoppiate le sanzioni per responsabilità amministrativa delle persone giuridiche (Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari - Consob; Zattoni, 2006; Legge 262/2005).

2.2.2. Il codice di autodisciplina per le società quotate

Il codice di autodisciplina per le società quotate in Italia viene istituito a partire dal 1999, quando viene realizzato il codice Preda, introdotto sulla scia di quanto avvenuto *in primis* in Inghilterra, con il Cadbury Report, seguito dal Greenbury Report, quindi dall'Hampel Report (1998) e negli Stati Uniti, dove il primo codice di autodisciplina fu introdotto nel 1997 sotto il nome di "Statement on Corporate Governance".

I successivi aggiornamenti del codice di autodisciplina furono effettuati nel 2002, nel 2006 e nel 2011, fino ad arrivare alla versione ultima, rivista a luglio del 2014. Prendendo in considerazione il codice del 2011, cui le ricerche dei successivi capitoli fanno riferimento poiché raccolti nel 2014, ma riferiti agli esercizi 2012 e 2013, si affrontano nel prosieguo del paragrafo i punti salienti e le principali novità introdotte.

Il nuovo codice aggiornato al 2011, ricalcando all'incirca gli stessi temi presi in considerazione nelle precedenti versioni del 2002 e del 2006, pone una forte attenzione alla gestione strategica del rischio. Allo stesso modo del precedente

aggiornamento, nell'esposizione dei contenuti il codice si struttura per ogni articolo in tre distinte sezioni:

- “principi” di carattere generale, linee guida generali di impostazione delle disposizioni trattate;
- “criteri applicativi” che entrano nel merito, fornendo indicazioni dettagliate e formali sull'attuazione dei principi;
- ulteriori “commenti”, volti a chiarire la portata di principi e criteri, fornendo anche esempi esplicativi per situazioni specifiche nonché descrivendo ulteriori auspicate condotte virtuose.

Alle società quotate è suggerita l'applicazione del codice, e la formalizzazione nella relazione sulla corporate governance a disposizione del mercato dell'adempimento alle disposizioni, seguendo il principio *comply or explain*.

I contenuti principali, insieme ad alcune novità rilevanti, possono essere sintetizzati come nei successivi punti:

1. Per il ruolo del consiglio di amministrazione, oltre alle novità introdotte nel 2006 riguardo al limite al cumulo degli incarichi per gli amministratori e l'autovalutazione annuale del consiglio, nel 2011 si introduce l'autovalutazione del consiglio sulla struttura e sulle competenze detenute dallo stesso (e dai suoi comitati). Il consiglio è tenuto inoltre a definire la natura ed il livello di rischio compatibile con gli indirizzi strategici dell'emittente. Si suggerisce infine l'adozione di una procedura formalizzata per la gestione interna e la comunicazione all'esterno delle informazioni privilegiate;
2. Le novità introdotte nel codice del 2006, riguardavano in particolare la definizione del ruolo dei consiglieri non esecutivi e l'istituzione della figura del *lead independent director*. Con l'aggiornamento del codice, si raccomanda l'introduzione della figura del *lead independent director* per le società appartenenti al sotto-indice FTSE MIB. Si raccomanda inoltre che il CEO di una società (A) non sia anche amministratore in una seconda società (B) di cui risulta in carica un CEO che riveste anche il ruolo di

amministratore nella prima società (A); in questi casi, infatti, si potrebbe creare una situazione di potenziale conflitto di interessi.

3. Riguardo il tema degli amministratori indipendenti, il codice aggiornato al 2006 introduceva il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, nella valutazione dell'indipendenza di un soggetto. Inoltre, si introducevano delle esemplificazioni sui criteri in base al quale il consiglio di amministrazione deve effettuare la valutazione, nonché il coinvolgimento del collegio sindacale per sovrintendere la corretta applicazione dei criteri; si introduceva infine la possibilità per i soli consiglieri indipendenti di potersi riunire separatamente dai restanti membri del consiglio. L'aggiornamento del 2011 ha visto innanzitutto l'istituzione della valutazione periodica dei requisiti d'indipendenza da parte del consiglio di amministrazione, da effettuarsi annualmente, pubblicandone i criteri utilizzati. Inoltre si specifica che gli amministratori indipendenti del consiglio non possono essere presenti in numero inferiore a due, mentre per gli emittenti appartenenti all'indice FTSE MIB, almeno un terzo dei membri deve possedere i requisiti d'indipendenza.
4. Riguardo le disposizioni inerenti i comitati interni al consiglio di amministrazione, l'aggiornamento del 2006 prevedeva una disciplina generale in ordine alla composizione, ai poteri, nonché alle modalità di svolgimento dell'incarico. L'aggiornamento del 2011 istituisce la figura del presidente del comitato, la cui funzione è quella di coordinare il lavoro del comitato stesso. La scelta di non istituire uno o più comitati deve essere illustrata analiticamente nella relazione sul governo societario, motivando adeguatamente la scelta della non istituzione. Il consiglio procede periodicamente a rivalutare la scelta effettuata.
5. Riguardo le modalità di nomina degli amministratori, l'aggiornamento del codice del 2006 riaffermava il principio di trasparenza della procedura di nomina, specificando alcune caratteristiche di tale procedimento, nonché effettuando degli esempi per alcuni dei compiti attribuiti al comitato per le nomine. Con l'aggiornamento del codice datato 2011, si rimuovono i vincoli legati alla procedura di nomina del 2006. Si sottolinea invece l'importanza

della valutazione delle caratteristiche d'indipendenza, la cui attestazione di idoneità (ad essere qualificati come indipendenti da parte del consiglio di amministrazione) deve accompagnare i candidati al momento di presentazione delle liste.

6. Riguardo le modalità di remunerazione degli amministratori, nell'aggiornamento del 2006 se ne definiscono la struttura e le finalità, distinguendo tra amministratori esecutivi ed amministratori non esecutivi, specificando la funzione del comitato per la remunerazione. L'aggiornamento al codice del 2011 non introduce significative innovazioni riguardo questo tema.
7. Riguardo al sistema di controllo interno, la versione del codice del 2006 ha disposto aggiornamenti riguardo la nozione stessa di sistema di controllo, in linea con l'evoluzione delle *best practices* a livello internazionale. Sono state introdotte, inoltre, migliori ed ulteriori definizioni di ruoli e rapporti tra i diversi soggetti/organi coinvolti nella definizione, nonché il monitoraggio e l'aggiornamento del sistema (in particolare tra il comitato per il controllo interno ed il collegio sindacale). L'aggiornamento successivo del 2011 contiene numerose novità riguardo il sistema di controllo interno, che diventa sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Si introduce la necessità di un sistema di adeguata gestione dei rischi per ogni società emittente, che deve essere integrato nel processo di governo, nonché all'interno del modello organizzativo, tenendo in considerazione le *best practices* internazionali. Si introduce infine anche per il collegio sindacale una ulteriore vigilanza sull'efficacia del sistema di controllo interno e gestione rischi, e la necessità di prevedere un adeguato coordinamento dei flussi informativi relativi agli organi di controllo e governo.
8. Riguardo il rapporto con gli azionisti, questa è stata ampiamente materia oggetto di aggiornamento nel codice del 2006, in cui si prevedevano disposizioni volte ad agevolare la conoscenza delle informazioni societarie per gli azionisti e misure per favorirne la partecipazione alle assemblee, nonché l'esercizio dei diritti sociali. Attraverso l'aggiornamento del 2011, si introducono ulteriori disposizioni volte ad incrementare la partecipazione

degli azionisti, spronando il consiglio ad adoperarsi affinché si riducano i vincoli e gli adempimenti che rendono difficoltoso od oneroso l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto.

3. CAPITOLO - La corporate governance : metodologie di ricerca ed analisi degli studi internazionali

3.1. La relazione tra corporate governance e performance

Tra l'inizio degli anni 80' ed il finire degli anni 2000 sempre più si è andato affermando come il governo d'impresa fosse orientato alla creazione di valore per gli azionisti. Particolare enfasi fu posta sul legame tra valore d'azienda e governance durante gli anni 90', quando i dirigenti delle società quotate europee hanno percepito forti pressioni al perseguimento della creazione di valore per gli azionisti, al fine di essere presi più seriamente in considerazione dal mercato finanziario globale (Lazonick e O'Sullivan, 2000).

Il filone di ricerca che individua una relazione tra le performance aziendali e qualità della corporate governance, intesa anche nella sua accezione relativa rispetto all'ambiente in cui l'azienda è inserita (e quindi considerando anche l'ambiente regolatorio sul governo d'impresa di riferimento per la società) ha visto i contributi iniziali più significativi svilupparsi dagli studi di La Porta et al., (1998; 1999; 2000). Da tali studi emerge come nei paesi caratterizzati da una maggior protezione legale degli investitori, individuati tra quelli che adottano il *common law*, il valore dei corsi azionari sia significativamente superiore per le aziende ivi quotate.

Verso il finire del decennio, in diversi studi si è cercato di analizzare l'impatto sia sul valore d'impresa sia sulle performance aziendali di diversi singoli aspetti di corporate governance. Gli aspetti più indagati hanno cercato di correlare le performance aziendali ed il valore d'impresa con specifici elementi riguardanti la composizione del consiglio di amministrazione, la propositività degli azionisti, i piani di remunerazione del *top management* aziendale, gli elementi statutari a difesa delle acquisizioni ostili o nuovamente, indagando ulteriormente il tema della protezione degli investitori (La Porta et al., 2000; Hermalin e Weisbach, 1991; Black, 1998; Shleifer e Vishny, 1997). Si sono però rivelati vani gli sforzi di

individuare una relazione significativa tra corporate governance e performance o valore d'impresa. La molteplicità di questi studi, talvolta effettuati anche prendendo in considerazione mercati finanziari molto diversi per caratteristiche nonché tipologia di aziende quotate, ha portato gli studiosi sovente a conseguire risultati addirittura diametralmente opposti. Nello specifico, si registra come alcune di queste ricerche hanno perseguito l'obiettivo di indagare l'impatto della strutturazione e la composizione del consiglio di amministrazione sulle performance aziendali, ad esempio studiando la presenza di amministratori indipendenti. Questo aspetto, definito anche outsider ratio (relativo alla peso percentuale degli amministratori indipendenti sul totale degli amministratori), ha visto catalizzarsi una grandissima attenzione (Fama, 1980; Fama e Jensen, 1983; Rosentein e Wyatt, 1990; Kaplan e Minton, 1994; Agrawal e Knoeber, 1996; Bhagat e Black, 1999; Romano, 1996; Hermalin e Weisbach, 1991; Hermalin e Weisbach, 2001; Bhagat e Black, 2001). Eugene Fama e Micheal Jensen, nella loro ricerca del 1983, sostengono che i consiglieri di amministrazione indipendenti (*outside director*), fornendo sia competenze esperte, sia attività di monitoraggio sull'attività del management, possono aggiungere valore all'impresa. Con il loro contributo questi soggetti possono fungere da guardiani degli interessi degli azionisti, effettuando un controllo per loro conto. Secondo altre successive ricerche (Coughlan e Schmidt, 1985; Hermalin e Weisbach, 1988) è possibile dimostrare empiricamente che i consiglieri indipendenti sono uno degli strumenti di controllo più efficaci delle attività del management, e con il loro lavoro possono disciplinare il comportamento della dirigenza attraverso l'atteggiamento critico che il loro ruolo favorisce. Inoltre, altri studi (Brickley e James, 1987; Byrd e Hickman, 1992; Lee et al., 1992) sostengono che gli amministratori indipendenti possono contribuire ad incrementare il valore d'impresa sia attraverso la valutazione e la discussione delle decisioni strategiche, sia espletando al loro ruolo di individuazione ed estirpazione delle inefficienze e dei fattori che limitano le performance aziendali (Weisbach, 1988).

Tuttavia, nonostante i vari contributi, non si è giunti ad una linea di pensiero unica sul tema, e alcuni lavori hanno dimostrato la non coerenza dei risultati delle diverse ricerche tra loro.

In una ricerca del 1996, Johnson, Daily e Ellstrand, effettuano un'indagine sugli studi concentrati sull'indipendenza del consiglio di amministrazione, ed arrivano a sostenere la totale mancanza di relazione della performance aziendale con la presenza o meno di amministratori esterni. Successivamente nel 1998, Dalton, Daily, Johnson e Ellstrand, ripropongono nel loro articolo una *review* degli studi sul legame tra leadership nel consiglio di amministrazione e performance, individuando di nuovo una mancanza di correlazione (Johnson et al., 1996; Dalton et al., 1998).

Successivamente, nel lavoro presentato nel 2001 dai ricercatori Sanjai Bhagat e Bernard Black, si asserisce l'inutilità rispetto alle performance di lungo periodo di un consiglio di amministrazione composto quasi interamente da soggetti indipendenti. In questa ricerca, indagante le società quotate americane che assumono gli assetti proprietari tipici della *public company*, si forniscono prove empiriche per la confutazione della diffusa credenza secondo cui un "*monitoring board*" sia un meccanismo di corporate governance efficace nel perseguire una profittabilità nel medio e/o lungo termine. Metodologicamente, si è comparato il grado di indipendenza del consiglio di amministrazione, approssimato dalla frazione di consiglieri indipendenti rispetto il totale dei consiglieri, cercando una correlazione con molteplici misure di performance aziendale. Le risultanze della ricerca dimostrano come le società che registrano una scarsa profittabilità sono quelle che tendenzialmente cercano di accrescere l'indipendenza del proprio consiglio di amministrazione, ma ciò non conduce a benefici sulle performance.

In virtù del fatto che diritti di voto e struttura proprietaria sono strettamente interconnessi, nonché due aspetti importanti di governo d'impresa, ulteriori studi si sono focalizzati sulla relazione esistente da una parte tra struttura proprietaria e performance, dall'altra tra diritti di voto e performance (Marrock et al., 1988; McConell e Servaes, 1990).

3.2. Gli indici per la valutazione qualitativa della corporate governance

Una delle tecniche più utilizzate negli studi di corporate governance dell'ultimo decennio per la misurazione del livello qualitativo di corporate governance adottata da un insieme di società è la creazione di appositi indici di corporate governance. Attraverso tale strumento è possibile fornire una misura oggettiva sintetica del livello qualitativo di corporate governance societaria, calcolato sulla base di specifici elementi osservati, basandosi su una o più specifiche fonti di informazione. La prima questione, pertanto, al fine della definizione dell'indice di corporate governance, consiste nell'individuare gli elementi da considerare nella composizione dello stesso. Tali elementi, possono essere disposizioni di natura obbligatoria oppure di natura volontaria (ad esempio l'adesione a determinati codici di autodisciplina, o disposizioni suggerite sulla responsabilità sociale, o ad esempio le disposizioni riguardanti l'adozione volontaria del modello organizzativo disposto dalla legge 231/2001 sulla responsabilità amministrativa degli enti). La misura qualitativa di corporate governance sarà valutata in base al livello di adozione da parte delle società analizzate delle disposizioni con cui l'indice stesso è stato costruito.

Uno dei primi studi in assoluto sulla corporate governance ad aver adottato la metodologia degli indici di qualità sulla governo d'impresa è stato quello condotto da Gompers, Ishii e Metrick nel 2003, cui ne seguirono innumerevoli altri. Questi ricercatori nel loro studio "*Corporate Governance and Equity Prices*" costruirono un indice di corporate governance denominandolo "GIM index" dalle iniziali dei tre autori. L'elaborazione di tale indice, inizialmente composto da 28 elementi e successivamente ridotto a 24, poteva assumere un valore da zero a 24: si assegnavano i punti in base alla presenza o meno delle disposizioni ricercate (1 se l'elemento risultava adottato dalla società, 0 viceversa). L'indice era composto da elementi rientranti in 5 diverse categorie:

- 2 categorie riguardavano fattori difensivi anti *takeover* inseriti nello statuto societario;

- Fattori riguardanti eventuali restrizioni relative all'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti;
- Disposizioni riguardanti la tutela degli amministratori da eventuali responsabilità o azioni di responsabilità da parte dell'assemblea, nonché riguardo le forme di remunerazione;
- Disposizioni riguardanti le peculiarità del contesto statale cui l'azienda era subordinata circa i vincoli e le modalità dei takeover ostili (lo studio considerava aziende degli Stati Uniti).

I ricercatori costruirono un indice che ritenevano, secondo la loro opinione, in grado di riflettere nel miglior modo possibile il bilanciamento dei poteri tra azionisti e manager. L'indice così costituito è stato poi analizzato attraverso la statistica, cercando di individuare una relazione tra questo ed alcune variabili relative sia alle performance aziendali sia al valore di mercato dell'impresa. Le variabili individuate per essere relazionate all'indice sopracitato erano:

- la Q di Tobin;
- l'utile netto;
- la crescita delle vendite;
- le *capital expenditure*.

Accanto a queste variabili, utilizzate come dipendenti, furono utilizzate numerose altre variabili indipendenti di controllo al fine di creare un modello quanto più in grado di approssimare la realtà, che non lasciasse però un vuoto nella considerazione di alcune caratteristiche aziendali in grado di influenzare significativamente i risultati.

I dati furono raccolti in relazione a 10 anni, dal 1990 al 1999 per 1500 società statunitensi.

I risultati della ricerca evidenziarono una forte relazione tra i ritorni azionari e l'indice GMI index di corporate governance. Si individuò inoltre una forte correlazione tra l'indice GMI ed il valore d'impresa, in riferimento all'anno 1999, per cui ad ogni punto di incremento dell'indice corrispose un decremento di 8,9 punti percentuale per la Q di Tobin. Inoltre, si individuò come nei contesti in cui si

registra una minore protezione degli investitori, le società con un valore dell'indice GMI superiore risultavano ottenere minori performance relative ai profitti netti, crescita delle vendite e necessitavano di maggiori *capital expenditure*.

In sintesi, la ricerca in questione rilevò come, attraverso un indice di corporate governance, una maggior qualità della corporate governance societaria fosse correlata con il raggiungimento di una migliore performance della stessa sul mercato.

Successivamente, nel 2005, un altro importante contributo sul tema è stato proposto da tre studiosi: Lucian Bebchuk, Alma Cohen e Allen Ferrell. Nella loro ricerca, i tre ricercatori creano un nuovo indice per la misurazione della qualità della corporate governance, in alternativa a quello fornito da Gompers, Ishii e Metrick nel 2003. Nel loro lavoro i ricercatori condividono la precedente impostazione secondo cui esisteva una correlazione tra una buona qualità della corporate governance e il valore d'impresa, ma introducono nel nuovo indice ulteriori elementi che a loro giudizio possono risultare utili a rafforzarne la significatività. Tale nuovo indice battezzato "Entrenched index" o "E index" permette di valutare la posizione di dominio che i manager di un'azienda detengono, e la loro protezione rispetto ad eventuali situazioni potenzialmente lesive per la loro condizione (*takeover*, sfiducia, ecc.). I risultati della ricerca dimostrano come i nuovi elementi introdotti siano gli unici statisticamente significativi nel caso di una regressione che stima l'effetto di ogni singolo elemento separatamente rispetto alla totalità dell'indice, rispetto alla performance aziendale ed al valore d'impresa conseguiti. Questo quindi, non a smentire i risultati di Gompers et al., (2003), ma ad affermare come l'esistenza di una correlazione tra il GMI index ed il valore d'impresa esisteva considerando l'indice nel suo insieme.

Negli anni successivi, un altro studio cerca di individuare ulteriori elementi da poter integrare all'"E index" ed al "GIM index" al fine di concepire uno strumento maggiormente efficace. Tale lavoro, portato a termine dagli studiosi Brown e Caylor (2006) produce, sulla base dei lavori precedenti, un nuovo indice di corporate governance (definito "Gov-Score") basato su ben 51 elementi per un campione di 1010 aziende. Tali elementi vengono indagati sulla base non più dei dati forniti come per le precedenti ricerche, dal database IRRC (Investor Responsibility Research

Center), ma attraverso i dati forniti dall'Institutional Shareholder Services (ISS), il più grande fornitore di dati riguardanti la corporate governance che raccoglie dati riguardanti sia le strutture interne di corporate governance, sia quelle esterne.

Per il "Gov-Score" si utilizzarono le stesse modalità di calcolo dei precedenti citati indici, ovvero assegnando 0 o 1 punto in base all'adozione o meno da parte della società del fattore indagato (in Gompers et al., 2003 si utilizza lo stesso principio, semplicemente invertendolo, ovvero assegnando 0 se la disposizione che favorisce la qualità della corporate governance è stata adottata, 1 viceversa).

Tali fattori sono raggruppati in otto sottocategorie, che vanno ad indagare aree specifiche del governo d'impresa. Tali categorie sono:

- *Audit*: composto da 4 fattori, una indaga la composizione del comitato audit, le altre riguardano la società di revisione;
- *Board of Directors*: composto da 17 elementi, indaga il bilanciamento delle cariche all'interno del *board*, nonché la composizione dello stesso. Si indagano anche le composizioni dei sottocomitati interni al *board*, quali comitato nomine e comitato governance;
- *Charter/bylaws*: composto da 7 elementi, indaga le disposizioni dello statuto riguardanti le norme anti scalata e le norme che possono influenzare e/o limitare l'esercizio dei diritti di voto;
- *Director education*: un solo fattore riguardo la formazione dei manager erogata da ISS
- *Executive and director compensation*: composto da 10 elementi riguardanti la modalità di remunerazione dei manager;
- *Ownership*: composto da 4 elementi volti ad indagare la struttura proprietaria aziendale;
- *Progressive practices*: 7 fattori che indagano best practices per i processi interni al consiglio di amministrazione;
- *State of incorporation*: 1 unico elemento che indaga la presenza di norme anti scalata nella regolamentazione dello stato in cui l'azienda si riferisce.

Nella ricerca, l'indice composto come sopracitato viene raffrontato con le misure di performance e di valore d'impresa, utilizzando come variabile indipendente (in linea con le precedenti ricerche) la Q di Tobin. Inoltre, lo stesso viene fatto per le singole categorie dell'indice, disaggregando lo stesso per verificare la correlazione alle performance aziendale di ciascun sottoinsieme di disposizioni, nonché successivamente anche per ognuna delle 51 disposizioni contenute nell'indice. Grazie a questo procedimento, i due studiosi riescono ad asserire come la relazione tra performance e corporate governance sia relativamente forte riguardo le disposizioni anti scalata (sulla base di quanto evidenziato dalle ricerche precedenti di Gompers et al., 2003 e Bebchuk et al., 2005), ma decisamente robusta per le disposizioni riguardanti la composizione ed il funzionamento del consiglio di amministrazione, nonché le disposizioni riguardanti la remunerazione dei *manager*.

Oltre a questo, gli autori analizzando l'effetto delle singole disposizioni sulle performance individuano le 7 che risultano avere la più alta significatività, creando un ulteriore indice, più sintetico, battezzato "Gov-7" che in modo più semplice e immediato restituisce un'estremamente sintetica misura della corporate governance adottata.

Brown e Caylor enfatizzarono i vantaggi del proprio indice, sostenendo come fosse in grado di fornire una migliore misura della qualità della corporate governance di un'impresa grazie alla possibilità di includere un vasto set di componenti sul governo societario tali da ampliare le categorie indagate dai precedenti studi. Tuttavia, una debolezza rispetto ai precedenti studi si può individuare nel fatto che tale studio si basa su un orizzonte temporale di riferimento di un solo anno (a dispetto delle altre ricerche, che invece indagavano un orizzonte temporale pluriennale, fornendo una maggiore attendibilità delle stime).

Nel 2003 gli studiosi Bernard Black, Hasung Jang e Woochan Kim, sulla scia dei precedenti lavori che indagavano la relazione tra performance, valore d'impresa e corporate governance, definiscono un proprio indice di corporate governance per l'analisi delle società quotate alla borsa valori coreana. La modalità con cui gli studiosi raccolgono i dati riguardanti l'adozione o meno di pratiche di governo d'impresa viene effettuata sottoponendo ognuna delle società quotate ad un

questionario. Delle 560 società cui il questionario viene proposto, ben 540 società rispondono fornendo dati utilizzabili, rappresentando l'universo di partenza. Il campione finale è poi risultato composto da 515 società, su cui si effettua la regressione OLS. Per la costruzione dell'indice, gli studiosi considerarono il contesto normativo di riferimento, nonché le particolari peculiarità delle imprese coreane. Tale indice risulta composto da ben 38 elementi suddivisi in 5 differenti categorie. Ad ogni disposizione, sull'impostazione dei lavori precedenti di Gompers et al., (2003) e Bebchuk et al. (2005), se ne valuta l'adozione o meno assegnando 1 se la società applica la disposizione, 0 viceversa. L'indice risulta una sintesi della percentuale di disposizioni adottate rispetto al totale degli elementi. Tali categorie risultano definite in:

- diritti di voto degli azionisti: si indagano 5 disposizioni riguardo le modalità di voto degli azionisti ed eventuali limitazioni, nonché le modalità di presentazione delle informazioni agli stessi;
- struttura del consiglio di amministrazione: 4 disposizioni riguardanti la presenza di amministratori "esterni" e la presenza del comitato di *Audit*;
- procedure del consiglio di amministrazione: 16 disposizioni riguardanti le modalità di funzionamento del consiglio, il bilanciamento delle cariche, la valutazione e la successione dei dirigenti, la possibilità di ottenere consulenze esterne indipendenti, ecc.;
- disposizioni riguardo il comitato di Audit: 10 disposizioni sulla composizione e l'indipendenza del comitato di Audit, nonché sulle modalità e la qualità delle riunioni;
- Disposizioni riguardanti la *disclosure*: 3 disposizioni riguardanti l'informativa emanata dalla società (effettuata attività di *investor relations*, *disclosure* in lingua inglese e presenza di informazioni riguardo i consiglieri di amministrazione sul sito web istituzionale della società).

L'indice così composito viene utilizzato come una variabile indipendente. Insieme ad altre variabili indipendenti di controllo (come effettuato nelle precedenti ricerche viste) quali il rapporto di indebitamento, il logaritmo naturale degli *asset* (ovvero una misura di controllo per considerare la dimensione dell'azienda), il tasso di ricavi

ottenuti all'estero rispetto al totale, nonché la quota di mercato ed il *Return on Sale*, si va a costruire un modello OLS in cui la variabile indipendente è una misura che approssima il valore dell'impresa, in accordo con le precedenti ricerche, la "Q di Tobin". Si effettuano nella ricerca anche regressioni con altre variabili dipendenti quali la capitalizzazione della società, il *market to book ratio* ed il *market to sales ratio*.

I risultati della ricerca dimostrarono la presenza di una relazione tra performance e corporate governance, in particolare per quelle società che introducono nell'anno nuove "buone" pratiche di governo d'impresa, passando da una qualità della corporate governance misurata bassa ad una qualità significativamente superiore. Per queste società si trova un rilevante aumento nella "Q di Tobin", ed un forte e significativo aumento nel prezzo delle azioni. La ricerca dimostra inoltre come in presenza di un consiglio di amministrazione composto da una maggioranza di amministratori esterni (*outside director*) si rileva per queste società una maggiore Q di Tobin (Black et al., 2003).

Dagli innumerevoli contributi presenti in letteratura risulta essere l'approccio dominante, nella valutazione qualitativa della corporate governance d'impresa, quello rappresentato dalla costruzione di indici in grado di offrire una misura sintetica della qualità del governo societario, attraverso la compressione di diversi fattori. Tuttavia, nonostante la molteplicità di indici costruiti, in letteratura non si è ancora trovata una risposta esauriente ed univoca alla domanda circa l'effettiva esistenza o meno di una relazione significativa tra una buona corporate governance e una maggiore performance aziendale. Infatti, nonostante molti studi, tra cui anche i lavori precedentemente analizzati (Gompers, et al., 2003; Klapper e Love 2004; Linden e Matolcsy, 2004; Beck et al., 2003; Durnev e Kim, 2005; Bebchuk et al., 2005; Brown e Caylor 2006; Aggarwal et al., 2009; Chhaochharia e Laeven 2009; Cremers e Ferrel, 2010) abbiano riscontrato una correlazione positiva tra qualità del governo d'impresa istituito e performance aziendale o valore d'impresa rilevata, rimangono ancora punti aperti le seguenti domande di ricerca:

- Esiste davvero una relazione positiva tra corporate governance e performance?

- Come si può risolvere il problema di endogeneità tra corporate governance e performance?
- Esiste uno strumento univoco adatto alla misurazione della corporate governance adottata da un'impresa?

In seguito alla pubblicazione dello studio di Gompers et al.,(2003), seguirono un numero dilagante di ricerche volte ad indagare la relazione tra corporate governance adottata ed effetti sulle performance aziendali ed il valore d'impresa in modo unidirezionale, considerando cioè la performance aziendale come un effetto rispetto all'adozione di un determinato elemento di corporate governance (Manry e Strangeland, 2003; Drobetz et al., 2003; Klein et al., 2005).

Le esplorazioni di relazioni intermedie sono risultate assai meno considerate. Tuttavia, risultano all'attivo alcuni studi che prendono in considerazione un modello teorico differente, e per certi versi opposto.

Al riguardo, alcuni considerevoli studi ipotizzano essere la performance aziendale a poter incidere sulle disposizioni di governo d'impresa adottate da una società, o addirittura, in altri studi, si ipotizza possa esistere una relazione bidirezionale e non univoca tra i due fattori. Lo studio di Pugliese, (2008) sostiene come l'utilizzo di un'analisi unidimensionale che faccia dipendere la performance aziendale o il valore d'impresa esclusivamente da uno o pochi elementi di corporate governance sia limitante, mentre è maggiormente accettato dalla dottrina il fatto che l'utilizzo di meccanismi di governo inefficaci possono portare alla distruzione di valore per gli azionisti e gli altri *stakeholder*.

Il lavoro di Airoidi, (1998) si interroga provocatoriamente chiedendosi se l'assetto di governo e istituzionale dell'impresa non sia in realtà il risultato di una scelta strategica dell'impresa, al pari di altre scelte di diverso carattere, definendone la conformazione in relazione all'utilità. Tale impostazione teorica predisporrebbe l'accademia ad un approccio metodologico differente, introducendo una maggiore indagine del tema.

Inoltre, lo studio di Huse (2007) sottolinea come la considerazione di analisi unidirezionali della relazione tra corporate governance e performance o valore d'impresa, non consente di cogliere a pieno l'intensità della stessa relazione.

Per gli studi che non condividono l'esistenza di una relazione tra corporate governance adottata e performance o valore d'impresa conseguiti, tra i principali possiamo trovare il lavoro di Lehn et al. (2007), i quali rilevano come, analizzando la ricerca di Gompers et al., (2003) la relazione individuata tra l'indice "GIM index" e le variabili sulle performance indagate negli anni 90', va sparendo riproponendo la stessa analisi effettuata però sui valori riferiti agli anni 80'. Nello spiegare il risultato ottenuto, gli stessi ricercatori Lehn, Patro e Zhao proposero l'esistenza di una relazione opposta da quanto precedentemente sostenuto da Gompers et al., (2003), asserendo che potrebbe essere la performance registrata o il valore dell'azienda ad influenzare il grado di qualità della corporate governance adottata.

Secondo Lehn et al., (2007), le società che registrano scarse performance aziendali o un basso valore d'impresa (inteso come una situazione di basso valore dei corsi azionari rispetto al mercato) dovuti all'incapacità del management di assumere scelte gestionali vincenti, risultano essere gli emittenti maggiormente esposti ad un'eventuale scalata da parte di un potenziale acquirente sul mercato. Per evitare tale evenienza, il management sarebbe incentivato a introdurre disposizioni volte a disinnescare eventuali tentativi di scalata ostile. Ciò condizionerebbe la qualità della corporate governance adottata dalla società, attestandosi ad un minore livello qualitativo.

Secondo questo ragionamento le aziende, al fine di risultare meno appetibili rispetto ad un takeover ostile, andrebbero ad utilizzare il governo d'impresa come uno strumento di difesa anti scalata. Secondo tali assunzioni, si ribalta il modello precedentemente proposto dalle passate ricerche, individuando nelle scarse performance la causa di un abbassamento volontario del livello qualitativo della corporate governance adottata. Dunque, non sono gli strumenti di difesa da scalate ostili a influenzare negativamente la performance, ma viceversa è una scarsa performance aziendale a determinare l'adozione di elementi di corporate governance volte ad evitare di subire potenziali scalate ostili.

Un ulteriore studio che si è contrapposto alla linea di pensiero tracciata da Gompers et al., (2003) è stata proposta dallo studio di Core, Guay e Rusticus. Nel loro studio (Core et al., 2006) essi approfondirono la relazione tra corporate governance e performance o valore d'impresa, cercando di comprendere come mai esiste una correlazione tra pratiche di governo d'impresa adottate e alcune misure di prestazione aziendale quali la "Q di Tobin" e il ritorno azionario, ma non si rileva con altre misure di performance contabile. Nel loro lavoro, i ricercatori individuano addirittura una relazione positiva tra il "GIM index" proposto da Gompers et al., (2003) e le misure di performance operativa (per cui quindi, una maggior qualità di corporate governance impatterebbe negativamente sulle performance d'impresa), definendo quindi una mancanza di relazione tra le variabili considerate.

Dall'analisi degli studi precedentemente effettuati sul tema si può evincere come, oltre a non essere univocamente riconosciuta una visione comune per gli accademici sulla relazione tra performance e corporate governance, nonché sull'endogeneità di questo rapporto, non è stato individuato né uno strumento finale da utilizzare per la misurazione della qualità della corporate governance né una metodologia condivisa.

Nella scelta della variabile dipendente (ovvero la misura ritenuta maggiormente adatta a rappresentare la performance aziendale o il valore d'impresa) si registra una notevole discrezionalità, tale da non consentire una piena comparazione delle risultanze empiriche (anche se, a onor del vero, si registra una convergenza negli ultimi anni verso l'utilizzo della "Q di Tobin").

Riguardo invece lo strumento utilizzato per misurare la qualità della governance, nei molteplici studi che indagano la relazione tra corporate governance e performance o valore d'impresa, in molti si va a generare un proprio indice ritenuto più adeguato o migliorato rispetto agli indici precedenti. In effetti, l'evolversi da una parte del sistema regolatorio, dall'altra il differente contesto in cui si trovano ad operare le imprese globali (si pensi alle differenze tra stati precedentemente analizzate nel capitolo primo e secondo, nonché agli studi di La Porta in La Porta et al., 1998), rendono pressoché impossibile trovare un unico strumento valido nel tempo, capace di risultare anche adeguato a misurare la qualità della corporate governance per

imprese diverse situate in diversi contesti (Arcot e Bruno, 2006; Bruno e Claessens, 2010; Black et al, 2010; Bhagat et al., 2008; Black et al, 2014).

3.3. Le variabili che influenzano la qualità della corporate governance

Nella letteratura internazionale sono state molteplici le variabili oggetto d'osservazione e ritenute adeguate come “proxy”, ovvero come indicatore di una caratteristica indagata, capaci di influenzare in misura rilevante il livello di qualità della corporate governance adottata da una società.

Nel prosieguo vengono descritte le principali variabili utilizzate in letteratura quali potenziali fattori in grado di impattare sulla qualità del governo d'impresa.

3.3.1. La dimensione aziendale

La dimensione dell'impresa risulta una delle variabili predittive maggiormente significative negli studi sulla corporate governance. Le analisi empiriche dimostrano come al crescere della dimensione dell'azienda si può riscontrare una maggior adozione di pratiche di corporate governance al duplice fine di presidiare la complessità della gestione da una parte, e per garantire diverse strutture di controllo a tutela degli interessi degli *stakeholder* dall'altra. Se infatti, il management tende naturalmente a cercare di “costruire un impero”, ovvero ad incrementare la dimensione aziendale per ricercare un maggior valore d'impresa ed accrescere il proprio potere e la propria importanza (Baumol 1959; Marris 1964; Williamson 1974; Jensen 1986), cresce di pari passo la difficoltà nel monitoraggio delle attività del management. Per ovviare a tale crescente difficoltà risulta quindi necessaria l'istituzione di processi di governo maggiormente formalizzati e l'istituzione di bilanciamento dei poteri all'interno delle strutture direttive e di controllo. Infatti,

nella ricerca di Barucci e Falini, (2005) si individua una relazione positiva, all'aumentare della voce Ricavi di conto economico (trasformata in logaritmo), rispetto alla separazione della carica di presidente del consiglio di amministrazione ed amministratore delegato, nonché all'introduzione di un comitato di controllo e di un comitato per la remunerazione, nonché alla presenza di sindaci di minoranza all'interno dell'organo di controllo del collegio sindacale.

In virtù di ciò, anche nelle principali ricerche che indagano la relazione tra governo d'impresa e performance attraverso un indice di corporate governance, viene inserita all'interno del modello di regressione OLS una variabile indipendente che funge da "proxy" per la dimensione aziendale, al fine di considerare gli effetti di tale variabile, ed isolarne gli effetti, ovvero come variabile di controllo. Tra le più utilizzate risultano:

- La voce di bilancio di stato patrimoniale del totale attivo, il cui valore viene trasformato in logaritmo naturale (tra gli altri, Black et al., 2001; Black et al., 2006; Black et al., 2011; Balasubramanian et al., 2010; Klein et al., 2005; Bebchuk et al., 2005).
- La voce di bilancio di conto economico del totale ricavi, il cui valore viene trasformato in logaritmo naturale (tra gli altri, Black et al., 2006; Henry, 2010; Balasubramanian et al., 2010).

In tali ricerche, la variabile utilizzata come "proxy" della dimensione aziendale risulta avere una correlazione positiva significativa rispetto alle performance e rispetto all'indice di misurazione della qualità della corporate governance.

Nella ricerca del 2006 di Black, Love e Rachisky (Black et al., 2006), si individua una relazione positiva tra l'indice di corporate governance generato dagli autori e il logaritmo naturale del totale attivo, ma una correlazione inversa con la Q di Tobin. I valori risultano in qualunque caso significativi e si specifica come gli stessi risultati si possano conseguire con il logaritmo naturale delle vendite. Si sperimentano entrambe le variabili (logaritmo naturale del totale attivo e logaritmo naturale del totale ricavi) nelle ricerche di Black et al., (2014), Balasubramanian et al., (2010) e Klein et al., (2005). Per Cheung et al., (2008) si individua per la variabile di controllo

del logaritmo naturale del totale attivo, *proxy* per la dimensione aziendale, una correlazione significativa negativa con il *market to book value*. I ricercatori giustificano l'utilizzo di tale variabile di controllo sostenendo che la dimensione aziendale può influenzare sia la valutazione da parte del mercato, sia l'adozione di pratiche di governo societario da parte della società. Questo avverrebbe poiché, le grandi imprese risultano nelle condizioni di destinare maggiori risorse per implementare ulteriori pratiche di governo d'impresa, allo scopo di soddisfare la grande attenzione ricevuta dal mercato in seguito alla pubblicazione delle informazioni. Tuttavia i risultati di tale ricerca appaiono in contrasto con quanto individuato dai precedenti lavori analizzati, individuando una mancanza di relazione tra la corporate governance e la performance aziendale o il valore d'impresa, e tra la dimensione aziendale e le performance aziendali o il valore d'impresa. Diversamente, la ricerca di Klein et al., (2005) individua la presenza di una correlazione significativa tra la dimensione aziendale e la Q di Tobin, tuttavia fortemente negativa. Infine, nella ricerca di Black et al., (2012) non si individua una relazione significativa tra la dimensione aziendale ed il valore aziendale approssimato dalla Q di Tobin.

Possiamo asserire come non ci sia un'uniformità di risultati per quanto riguarda questa variabile, e anche tenendo presente che gli indici di corporate governance sono molto spesso diversi tra loro, vanno comunque a generare in diverse ricerche risultati in parte contrastanti tra loro, ed in ulteriori casi, del tutto opposti.

3.3.2. Il leverage

Un'ulteriore variabile considerata importante e molto spesso utilizzata negli studi sulla corporate governance è il rapporto di indebitamento. Secondo studi precedenti, una maggiore esposizione debitoria della società verso i creditori può avere effetti positivi per gli *shareholder* e per la società nel suo complesso, riducendo i costi di agenzia. Nel 1986 Micheal Jensen asserì che una maggiore esposizione debitoria di una società ha come effetto quello di ridurre la possibilità del management aziendale

nell'utilizzo dei flussi di cassa generati in modo non ottimale. L'esposizione debitoria vincola in tal modo la società ed i suoi dirigenti al raggiungimento degli obiettivi di efficacia ed efficienza programmati, in quanto nel caso non fossero raggiunti potrebbero portare alla bancarotta, il fallimento della società e la perdita dell'incarico del manager. Secondo le risultanze della ricerca di Shelfier e Vishny del 1997, si sottolinea come l'utilizzo da parte della società del debito abbia la possibilità di fungere da strumento per disciplinare il comportamento del manager. Il *leverage* (rapporto di indebitamento o leva finanziaria) viene calcolato principalmente nei seguenti modi:

- rapporto tra il totale dei debiti e il patrimonio netto, utilizzato come “proxy” per l'indebitamento in quanto rappresenta il livello in cui i debiti sovrastano il patrimonio netto (Black et al., 2003; Black et al., 2006);
- rapporto tra totale debiti rispetto al totale passivo, rappresenta il livello di dipendenza finanziaria della società dal capitale di debito (Bebchuk et al., 2005; Henry, 2010).

La variabile leverage differentemente calcolata, viene utilizzata in molteplici studi come variabile di controllo. Per esempio in Black et al., (2006) si individua una correlazione positiva della variabile leverage nel predire un maggior valore della Q di Tobin. In armonia con tali evidenze, nella ricerca di Black et al., (2012) i ricercatori sottolineano la relazione tra le variabili individuando una correlazione positiva fortemente significativa tra il logaritmo naturale della Q di Tobin e il rapporto di indebitamento della società.

In contrasto, per Balasubramanian et al., (2010) il leverage, inserito come variabile di controllo nella regressione risulta avere una correlazione significativa negativa con il valore dell'impresa approssimato dal *market to book value*. Differentemente, nella ricerca di Cheung et al., (2008) non si individua una relazione significativa tra il leverage (calcolato come rapporto tra debito ed *equity*) ed il valore aziendale approssimato sempre dal *market to book value*. Tale situazione si verifica anche nella ricerca di Klein et al., (2005), dove non sussiste una relazione tra il valore della società calcolato come Q di Tobin ed il rapporto di indebitamento della società (calcolato però come rapporto tra il valore di libro dei debiti ed il valore di mercato

dell'*Equity*). Analoghe risultanze si assumono anche dal lavoro di Henry, (2010). Nella sua ricerca, si asserisce come non ci sia un'univocità di risultati a sostegno del fatto che la qualità della corporate governance e la performance aziendale o il valore d'impresa siano influenzate dalla presenza di determinate caratteristiche relative al rapporto di indipendenza finanziaria della società, ancorché diversamente misurata.

3.3.3. La partecipazione nel capitale di fondi di investimento esteri

Passate ricerche hanno fornito prove empiriche riguardo l'influenza positiva sui meccanismi di corporate governance che scaturisce da una presenza significativa nell'azionariato di investitori esterni, in quanto avrebbero l'effetto di incrementare il monitoraggio sulle scelte del management (Shleifer e Vishny, 1986; Karamanou e Vafeas, 2005) e potrebbero ridurre le probabilità di frodi finanziarie e falso in bilancio (Jensen 1993; Shleifer e Vishny, 1997).

Di recente, in una ricerca del 2011, Bianchi et al., (2011) si tenta di dimostrare come la presenza nell'azionariato di investitori istituzionali esteri abbia un effetto positivo sulla qualità delle pratiche di corporate governance adottate dalle società quotate alla borsa italiana, in particolare per quanto riguarda le disposizioni in merito alle operazioni con parti correlate. Nell'utilizzo di indici per la misurazione della qualità della corporate governance da relazionare alle performance aziendali o al valore d'impresa, l'utilizzo di una variabile di controllo per approssimare la presenza di investitori stranieri nell'azionariato è stata introdotta in limitati casi. Nel merito, nelle ricerche si alcuni (Henry, 2010) non si individua una significatività della percentuale di possesso da parte di un investitore estero, mentre altre (Balasubramanian et al., 2010) individuano per le società quotate alla borsa valori indiana una positiva e fortemente significativa correlazione con il valore d'impresa, approssimato sia dal logaritmo naturale della Q di Tobin, sia dal *market to book value*. Tale risultanza potrebbe, per gli autori, indicare la necessità da parte dei fondi esteri di diversificare i propri investimenti, che proprio per questo potrebbero essere disposti a pagare un

prezzo superiore rispetto agli investitori locali in una determinata società, oppure con il loro peso e la loro competenza potrebbero imporre pressioni sul management al fine di migliorare lo standard di governo d'impresa della società, o ancora potrebbero voler investire solamente in imprese che rispettano gli standard di governo più elevati. In un'altra ricerca effettuata nel 2008 di Ferreira e Matos, (Ferreira e Matos, 2008) i risultati indicarono come gli investitori sono soliti dedicare particolare attenzione a diversi indicatori di governance a livello di impresa. Indagando il portafoglio di azioni detenute da diversi investitori istituzionali distribuiti in 27 diverse nazioni, con investimenti in 48 differenti nazioni, tra il 2000 ed il 2004, i ricercatori individuano come le preferenze di investimento vertono principalmente sulle società che misurano standard di governo societario più elevati.

Dunque, la mancanza di una molteplicità significativa di studi che affrontano la questione non permette di definire in modo inequivocabile una relazione.

3.3.4. La partecipazione statale nel capitale della società

Molteplici studi hanno considerato gli effetti della partecipazione statale sulla problematica della corporate governance, sia in Italia (Barca, 1995; Bianco, 1996; Casavola, 1996; Bianchi et al., 1997; Molteni, 1997) che in Europa. Nella ricerca di Ben Ali et al., (2012) si dimostra come per le aziende francesi il cui azionariato vede la partecipazione statale, il costo della revisione contabile risulti nettamente inferiore. Tali risultati vedono un accordo con la ricerca conclusa da Sun e Tong, (2003) per cui *l'ownership* statale risulta avere un ruolo fondamentale per prevenire frodi finanziarie, nonché l'espropriazione della ricchezza nei confronti degli azionisti di minoranza. Nella ricerca di Barucci e Falini, (2005), si individua una relazione positiva tra la partecipazione statale ed alcune pratiche di governo societario, per le società quotate italiane tra il 2002 ed il 2003. Nel merito, la percentuale di partecipazione statale nel capitale societario era positivamente correlata con la percentuale di amministratori indipendenti, con la separazione dei ruoli di presidente

del consiglio di amministrazione ed amministratore delegato, nonché con una maggiore presenza di sindaci eletti dalle minoranze nel collegio sindacale.

Nell'utilizzo di indici per la misurazione della qualità della corporate governance da relazionare alle performance aziendali, l'utilizzo di una variabile di controllo per approssimare la presenza della partecipazione statale nell'azionariato è stata introdotta in molteplici casi. Nella ricerca di Cheung et al., (2008), alla ricerca di una correlazione tra un indice di corporate governance ed il valore d'impresa approssimato dal *market to book value* per le aziende quotate alla borsa cinese, si individua una relazione tra presenza dello stato nell'azionariato e MTBV a forma di "U" (*U-shaped relationship*). Si rileva infatti che per una partecipazione ridotta, la valutazione del mercato decresce all'incrementarsi della partecipazione. Quando la partecipazione però diventa abbastanza importante, la tendenza si inverte, decretando una crescita del valore al crescere della partecipazione dello stato. Tuttavia, nella ricerca in questione non si individua una significativa relazione tra la partecipazione statale e la qualità della corporate governance registrata.

Nella ricerca di Black et al., (2014) avente per oggetto il confronto tra diverse nazioni, indagando la qualità del governo d'impresa, si individua come il fattore che più influisce sulla qualità della corporate governance sia la misura in cui lo stato partecipa nell'azionariato di un'impresa. Nello studio in questione, si individua pertanto una correlazione significativa tra la partecipazione dello stato nel capitale societario e l'indice per la misurazione della qualità della corporate governance creato.

3.3.5. Il settore di appartenenza

Alcuni studi della letteratura che strutturano un indice di corporate governance per misurarne la qualità in seno alle singole società, introduce nel modello variabili legate al settore di appartenenza della stessa. La ragione dell'utilizzo di tali variabili, risiede nel fatto che in determinati contesti nazionali si impongono maggiori (o talvolta minori) restrizioni riguardo il governo d'impresa, per alcuni settori

industriali ritenuti sensibili. Un esempio sulla questione è, senza dubbio, la maggiore regolamentazione che contraddistingue i settori assicurativo e bancario in Italia, (sottoposti inoltre alla supplementare vigilanza da parte di Banca d'Italia) proprio per la strategicità dei settori per il sistema paese, ma anche in ottica europea e mondiale (visti gli effetti subiti dal settore bancario in seguito alla crisi sub-prime del 2008, che si è sviluppata andando a contagiare istituti d'oltreoceano). In virtù di tali ragioni si richiede un maggiore sforzo per le società appartenenti a tali settori, che devono sopportare l'introduzione di ulteriori controlli al fine di evitare scandali che potrebbero avere ricadute negative sull'intera economia.

Nella ricerca effettuata da Klein et al., (2005) i ricercatori introducono nel modello di regressione tre variabili “dummy”, per distinguere l'appartenenza delle società del campione a 3 diverse categorie di settori agglomerati. Gli studiosi individuano nel campione tre agglomerati, la cui mancata considerazione potrebbe influire sul risultato della ricerca. Questi sono risultati essere:

- Utility;
- Financial services;
- Resource sectors.

Tale distinzione è stata giustificata dagli autori per via della particolare regolamentazione imposta alle società canadesi operanti nel settore “utility”, per la particolare relazione tra i valori di libro e i valori di mercato per l'agglomerato “financial services” e per le difficoltà nella valutazione delle riserve nel settore “resource sector”, tali da poter influenzare i risultati del modello nella correlazione con la variabile che approssima il valore d'impresa della Q di Tobin.

3.3.6. La performance aziendale

Gran parte della letteratura in materia di governo d'impresa indaga la relazione tra la qualità della corporate governance adottata e la performance aziendale (La Porta et al., 2000; Black et al., 2001; Gompers et al., 2003; Cremers e Nair 2005; Durnev e

Kim, 2005; Black et al., 2006; Bebchuk et al., 2009; Ammann et al., 2010). In particolare, diversi studi a partire da Gompers et al., (2003) hanno tentato di individuare una correlazione positiva tra la qualità della corporate governance e la performance aziendale ed il valore d'impresa, come già ribadito, attraverso indici per la misurazione della qualità del governo d'impresa. Tali ricerche hanno utilizzato, come proxy della performance aziendale o del valore d'impresa diversi indicatori, tra cui i più utilizzati:

- La Q di Tobin²;
- Il *Return on asset*;
- Il *Market to book value*.

Riguardo la Q di Tobin, si utilizza questa variabile in molteplici ricerche, come “proxy” per il valore riconosciuto dal mercato all'azienda. Tale variabile riuscirebbe ad essere maggiormente efficace come variabile predittiva del valore dell'impresa, in quanto riuscirebbe ad approssimare il valore dell'azienda acquistata nel mercato finanziario rispetto al valore che la stessa registra nel caso sia acquistata sul mercato dei beni, ovvero misurando in ultima analisi il confronto tra il capitale “desiderato” dall'impresa con il capitale effettivamente posseduto.

Tuttavia, il riconoscimento di un maggior valore dell'impresa in seguito all'adozione di buone pratiche di corporate governance risulta possibile soprattutto nei mercati finanziari efficienti, in quanto negli altri risulta difficile da parte del mercato avere una valutazione corretta del valore dell'impresa attraverso le azioni. L'utilizzo di tale variabile si riscontra in numerose ricerche (Black et al., 2012; Black et al., 2014; Amman et al., 2011; Black et al., 2006; Balasubramanian et al., 2010). In alcune di queste, al fine di fornire maggior robustezza e significatività ai risultati conseguiti, si sottopongono le evidenze ad ulteriori analisi, effettuando un confronto con altre variabili che sintetizzano il valore dell'impresa. Per esempio, nella ricerca di Black et al., (2006) tenendo fermo il modello statistico per le variabili indipendenti, si effettua un confronto regredendo le stesse su ben tre diverse variabili dipendenti (oltre al logaritmo naturale della Q di Tobin, anche rispetto al logaritmo naturale del rapporto

² calcolata come: (il valore di libro dei debiti più il valore di mercato delle azioni) diviso il valore di libro del totale attivo.

market to book value e al logaritmo naturale del rapporto *market to sales*) individuando risultati simili per le tre regressioni. Un procedimento simile viene utilizzato anche nella ricerca di Henry, (2010), dove si predispongono quattro modelli di regressione, diversi solamente per la variabile dipendente (oltre all'utilizzo della Q di Tobin non trasformata in logaritmo naturale, si utilizzano l'*asset utilisation ratio* calcolato come rapporto tra i ricavi totali sul totale attivo, il rapporto tra il flusso di cassa libero ed il totale attivo, ed infine il *Discretionary expense ratio*, calcolato come il rapporto tra la somma delle spese di vendita, le spese generali, e le spese amministrative sul totale dei ricavi. I risultati indicano come la qualità della corporate governance sia correlata con una diminuzione dei costi di agenzia sostenuti dalla società, e quindi in grado di aumentare il valore dell'impresa.

4. CAPITOLO - La composizione degli organi di corporate governance coinvolti nel sistema di controllo interno e le remunerazioni dei soggetti che li compongono, analizzati nell'esercizio 2012.

4.1. Obiettivi della ricerca

In questa parte del lavoro si procede entrando nel merito del progetto di ricerca effettuato, volto ad analizzare il contesto del sistema di controllo e della corporate governance in Italia, in riferimento alle società quotate al mercato borsistico italiano.

Nello specifico, questa parte della ricerca si pone l'obiettivo di indagare:

- Le caratteristiche dei membri componenti gli organi di amministrazione e controllo delle società;
- i costi sostenuti dalla società per ognuno dei membri componente gli organi interni di amministrazione e controllo;

L'indagine del primo punto, riguardo la composizione degli organi di amministrazione e controllo, si propone di far luce su due ulteriori specifiche questioni:

- innanzitutto, definire il contesto di corporate governance italiano, in quanto analizzando le risultanze dell'indagine è possibile comprendere lo stato dell'arte della realtà nazionale;
- in secondo luogo, è possibile comprendere in che misura le raccomandazioni relative al governo d'impresa e al sistema dei controlli interni fornite dalle normative di riferimento per le società quotate e non (codice di autodisciplina, codice civile, Legge 231/2001, ecc.) siano state recepite dalle società, viste nel loro insieme.

Riguardo i costi sostenuti dalle società per la remunerazione dei membri che compongono gli organi di amministrazione e controllo, si vuole far luce su quelli che sono i costi per il sistema di controllo, necessari per soddisfare le esigenze informative e di garanzia degli investitori e del mercato. Sappiamo, infatti, che questi costi fanno parte dei cosiddetti “costi di agenzia”, e rappresentano i costi non eliminabili che la società deve sostenere per dare garanzia al principale che l’agente stia operando nei suoi interessi³. Lo studio di tali costi può essere indicativo per fornire ulteriori elementi sulla condizione della corporate governance nazionale, è può essere il punto di partenza per ulteriori ragionamenti.

Ad esempio, nelle ricerche effettuate in questa seconda parte, nei capitoli quattro e cinque, differenti ma contigue per il tema indagato e per alcune variabili, si ipotizza per entrambi gli studi che:

1. le società di maggiori dimensioni siano soggette ad adottare un sistema di controllo maggiormente strutturato al fine di presidiare la complessità aziendale;
2. le società facenti parte dei settori assicurativo e bancario, poiché risultano sottoposte ad una più stringente regolamentazione, debbano sostenere costi più alti per il sistema di controllo, per raggiungere standard più elevati di corporate governance.

Riguardo al punto uno, è prevista nel paragrafo 0 un’analisi della relazione tra costo del sistema di controllo e dimensione aziendale.

Per il punto due invece, nel corso del 4° capitolo è eseguita un’analisi separando, per ogni punto, l’agglomerato delle società appartenenti ai settori assicurativo e bancario (definito *Financial*) e il resto delle società del campione (definito *Non Financial*). Le analisi conclusive al riguardo sono poi affrontate nel paragrafo 4.5.

Si riportano successivamente le ipotesi di ricerca, tenendo presenti gli studi precedentemente effettuati sulla tematica esaminata.

³ La teoria dell’agenzia ed i costi di agenzia sono stati ampiamente discussi nel capitolo 1

H1: Esiste una correlazione positiva tra i costi sostenuti per il sistema di controllo e la dimensione della società.

In accordo con la letteratura, le società di maggiori dimensioni adottano un sistema di corporate governance maggiormente strutturato poiché una maggiore complessità aziendale e gestionale necessita di procedure di governo maggiormente formalizzate, atte a permettere efficaci controlli nonché il bilanciamento delle responsabilità. In passate ricerche s'individua una rilevante correlazione positiva tra la dimensione della società ed una maggiore formalizzazione del governo d'impresa e quindi, l'istituzione di un sistema di controllo che ne monitori gli adempimenti (Gompers et al., 2003; Barucci e Falini, 2005; Black et al., 2006; Cheung et al., 2008; Balasubramanian et al., 2010; Henry, 2010; Black et al., 2011). In accordo con alcune delle precedenti ricerche, anche in questa ricerca si è utilizzata la dimensione dell'azienda approssimata dal totale fatturato societario.

H2: Le società appartenenti ai settori assicurativo e bancario, sottoposte a normative più stringenti, sono positivamente correlate ad una maggiore qualità della corporate governance.

In virtù della condizione normativa italiana, che impone una maggiore regolamentazione ai settori assicurativi e bancari, e all'ulteriore vigilanza cui risultano soggette da parte della Banca d'Italia, in accordo con la letteratura (Klein et al., 2005) si effettuata una distinzione tra settori assicurativo e bancario rispetto il restante insieme di settori cui le società appartengono.

4.2. Il Campione

Al fine di comprendere le relazioni tra il costo sostenuto per l'implementazione del sistema di controllo, struttura degli organi societari di corporate governance, e dimensione aziendale, sono stati analizzati gli *annual report*, le relazioni annuali

sulla remunerazione e le relazioni annuali sulla corporate governance di 204 società quotate nel mercato borsistico italiano relativi all'esercizio 2012.

Da questi documenti, per ogni singola società sono stati individuati i soggetti coinvolti nella corporate governance, intesi come singole persone che hanno ricoperto incarichi all'interno del Cda o nel collegio sindacale, e/o nell'organismo di vigilanza. Per ognuno di questi soggetti si sono rilevate sia le caratteristiche legate alla carica (esempio, se esecutivo o se facente parte di un comitato, o nel caso in cui il soggetto detenga un incarico anche nel consiglio di amministrazione di una controllata della società, o nel caso di bonus, ecc.) sia l'importo dei compensi ricevuti per la carica ricoperta, tenendo traccia di tutti i dati forniti dai documenti obbligatori (incarichi nei comitati, compensi da società controllate, ecc.). Il lavoro finale ha visto considerati dati per un totale di 8.423 osservazioni relative alla struttura di corporate governance (che non risultano suddivisi in maniera uniforme tra le società, in quanto ognuna possiede un numero aleatorio di amministratori e sindaci, e per ognuno possono essere previsti più o meno incarichi) e 6.709 osservazioni relative ad elementi di costo sostenuti per gli emolumenti dei membri componenti gli organi di corporate governance. Le società su cui è stata effettuata l'indagine risultano appartenenti al mercato borsistico italiano, l'MTA, il Mercato Telematico Azionario, gestito dal gruppo Borsa Italiana S.p.a.. L'insieme delle società quotate viene suddiviso in ulteriori 4 sub-indici azionari di seguito brevemente descritti.

Il FTSE MIB è il più significativo indice di Borsa Italiana, poiché rappresenta circa l'80% della capitalizzazione totale del mercato azionario italiano. Tale paniere racchiude al suo interno le 40 società italiane ed estere a maggior capitalizzazione tra quelle quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana. L'indice è ponderato per la capitalizzazione di mercato, dopo aver corretto le componenti in base al flottante.

Il FTSE Mid Cap è composto dalle prime 60 azioni nella classifica per la capitalizzazione delle società (senza applicazione di ponderazioni basate sull'investibilità) che non rientrano nell'indice FTSE MIB. Non sono ammissibili le società straniere.

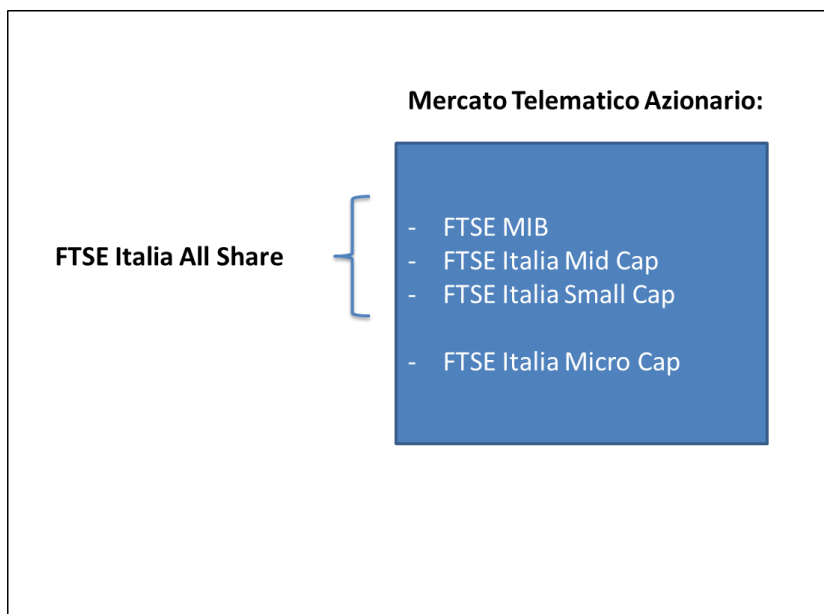
Il FTSE Small Cap è composto dalle società che non rientrano negli indici precedenti FTSE MIB, FTSE Mid Cap. Anche in questo indice non sono ammissibili le società straniere.

La somma delle società rientranti nei tre precedenti indici, FTSE MIB, FTSE Mid Cap e FTSE Small Cap costituisce l'indice FTSE Italia All Share. Non rientrano in quest'ultimo le società appartenenti all'ulteriore indice borsistico FTSE Micro Cap, indice residuale che raccoglie le società a bassa capitalizzazione che non hanno superato il filtro di liquidità.

Come si è detto in precedenza, il panorama italiano è composto in gran parte da aziende di piccole e media dimensione, ed il mercato finanziario risulta ancora sottosviluppato (Barca, 1995; Pagano et al., 1995; Barucci et al., 2005). Di conseguenza, l'insieme delle società quotate in borsa vede anche la partecipazione di aziende molto piccole, che non dispongono di una struttura e di un'organizzazione sufficientemente grande da essere comparabile al restante insieme di società, e ciò non le rende interessanti ai nostri fini. Per questa ragione si è preso in considerazione l'indice FTSE Italia *All Share*, che esclude le società rientranti nell'indice FTSE Micro Cap (il paniere di quei titoli azionari di piccole società che non soddisfano determinati criteri di liquidità e a capitalizzazione molto bassa), in modo da avere un campione di grandezza adeguata, le cui società soddisfano i requisiti dimensionali che rendono l'adozione delle disposizioni di corporate governance un costo ragionevolmente sostenibile.

La Figura 4 riassume la strutturazione dell'indice azionario FTSE Italia All Share.

Figura 4 Campione analizzato - Gli indici del Mercato Telematico Azionario



Il campione finale è stato quindi ottenuto partendo dall'universo delle società quotate al FTSE Italia All Share al 31 dicembre 2012, da cui sono state rimosse le società che non presentavano la documentazione necessaria ai nostri fini. Come sintetizza la seguente Tabella 3, il campione finale è composto da 204 società.

Tabella 3 Composizione del campione, dall'universo del FTSE Italia All Share al campione finale

Universo, società quotate al FTSE Italia All share nel 2012	217
Società escluse	13
CAMPIONE	204

All'interno del campione considerato di 204 società sono presenti 4 società che adottano il modello di gestione e controllo denominato "Dualistico" ed 1 società che adotta il modello di gestione e controllo definito "Monistico". Le rimanenti società hanno adottato il modello di gestione e controllo definito "Tradizionale", il sistema maggiormente diffuso all'interno del campione Tabella 4.

Tabella 4 Composizione del campione, diffusione dei differenti modelli di Corporate Governance

Modello di Corporate Governance adottato	
Società che hanno adottato il modello di gestione e controllo "Tradizionale"	199
Società che hanno adottato il modello di gestione e controllo "Dualistico"	4
Società che hanno adottato il modello di gestione e controllo "Monistico"	1
CAMPIONE	204

La composizione del campione viene riportata nelle successive tabelle, analizzando la distinzione dello stesso secondo la classificazione effettuata da Borsa Italiana S.p.a.. Nella successiva Tabella 5 si riporta la distinzione delle società secondo l'appartenenza settoriale.

Tabella 5 Composizione del campione con distinzione settoriale

Settore	N° di Società	%
Alimentari	6	3%
Assicurazioni	6	3%
Automobili e Componentistica	9	4%
Banche	17	8%
Beni Immobili	7	3%
Chimica	2	1%
Commercio	5	3%
Edilizia e Materiali	9	4%
Materie Prime	1	1%
Media	12	6%
Moda e prodotti per la casa e per la persona	24	12%
Petrolio e Gas naturale	6	3%
Prodotti e Servizi Industriali	39	19%
Salute	6	3%
Servizi Finanziari	14	7%
Servizi Pubblici	18	9%
Tecnologia	14	7%
Telecomunicazioni	3	2%
Viaggi e Tempo Libero	6	3%
Totale complessivo	204	100%

Nella Tabella 6 invece, si procede raggruppando le società tra *Financial* (società facenti parte dei settori Assicurativo e Bancario) e *Non Financial* (comprendente tutti

gli altri settori industriali), individuando il numero di osservazioni effettuate relative agli elementi di struttura del sistema di controllo interno.

Tabella 6 Numero di osservazioni di struttura e caratteristiche dei soggetti componenti il sistema di controllo, suddivise per settore Financial e non Financial

Suddivisione del campione	Numero di aziende analizzate	Elementi di struttura del sistema di controllo osservati complessivamente
Financial	23	2.745
Non Financial	181	5.678
Totale	204	8.423

Nella Tabella 7, s'individuano il numero di osservazioni effettuate relative agli elementi di costo del sistema di controllo interno.

Tabella 7 Numero di osservazioni di costo del sistema di controllo, suddivise per settore Financial e non Financial

Suddivisione del campione	Numero di aziende analizzate	Elementi di costo del sistema di controllo osservati complessivamente
Financial	23	1.374
Non Financial	181	5.335
Totale	204	6.709

4.3. Metodologia

Si sono analizzati i dati forniti dai canali istituzionali delle società quotate in borsa, pubblicati sui documenti quali *annual report*, relazione di corporate governance, e relazione sulla remunerazione che si riferiscono all'esercizio 2012.

Per lo studio trattato in questo capitolo, al fine di soddisfare gli obiettivi della ricerca precedentemente esposti, si sono utilizzate due metodologie di indagine statistica:

- Per la definizione della situazione riguardante le strutture di corporate governance, e quindi la composizione degli organi di amministrazione e controllo, sono state utilizzate le statistiche descrittive;
- Per la definizione dei costi sostenuti per le strutture di governo societario, e quindi le remunerazioni dei soggetti eletti all'interno degli organi di amministrazione e controllo, sono state utilizzate le statistiche descrittive;
- Per definire una correlazione tra i costi del sistema di controllo si è utilizzata la correlazione di Bravis-Pearson.

Nel successivo paragrafo 4.4 sono esposte le evidenze statistiche che saranno poi successivamente oggetto di un'analisi conclusiva alla conclusione del capitolo. Tali evidenze sono presentate sotto due punti di vista, quello della struttura dell'organo di amministrazione e controllo considerato e quello dei costi sostenuti per i membri al suo interno, che lo compongono.

4.4. Statistiche descrittive

Nel seguito della trattazione si presentano le statistiche descrittive relative alla struttura di corporate governance ed ai costi sostenuti per gli organi di amministrazione e controllo.

4.4.1. Il consiglio di amministrazione

Si procede nell'analisi dei dati identificando le remunerazioni corrisposte nel corso del 2012 ai membri dei consigli di amministrazione delle 204 società che compongono il campione. L'analisi che si propone analizzerà le cariche da amministratore e le corrispondenti remunerazioni, distinguendole nelle tre tipologie di carica disponibili, identificando quindi:

- Consiglieri Esecutivi;
- Consiglieri Non Esecutivi;
- Consiglieri Indipendenti.

Analisi della struttura del consiglio di amministrazione

In totale, per le 204 società analizzate, le cariche da consigliere disponibili nel 2012 sono state 2190. Queste cariche sono state ricoperte da 1903 persone, ciò a significare che ogni soggetto è risultato, in media, in possesso di 1,15 cariche da amministratore (Tabella 8).

Tabella 8 Analisi delle cariche da consigliere per le 204 società del campione

Totale società del campione	204
Cariche da amministratore	2.190
Media consiglieri per società	10,74
Persone che hanno ricoperto le cariche	1.903
Cariche da consigliere per persona	1,15
Consiglieri donne	260
Percentuale di consiglieri di genere femminile	11,80%

Per le 204 società del campione, le cariche da consigliere esecutivo sono risultate nel 2012 pari a 582, ricoperte da 557 persone. Ogni persona ha ricoperto dunque 1,04 cariche (Tabella 9).

Tabella 9 Analisi delle cariche da Consigliere Esecutivo

Totale società	204
Cariche da consigliere esecutivo	582
Media consiglieri per società	2,85
Persone che hanno ricoperto le cariche	557
Cariche da consigliere per persona	1,04
Cariche ricoperte da donne	3
Percentuale di consiglieri esecutivi di genere femminile	0,50%

Per le 204 società del campione le cariche da consigliere non esecutivo sono risultate nel 2012 pari a 1.608, ricoperte da 1422 soggetti. Ogni soggetto ha ricoperto dunque 1,1308 cariche (Tabella 10).

Tabella 10 Analisi delle cariche da consigliere indipendente

Totale società	204
Cariche da amministratore	1.608
Media consiglieri per società	7,88
Persone che hanno ricoperto le cariche	1.422
Cariche da consigliere per persona	1,13
Cariche ricoperte da donne	85
Percentuale di consiglieri non esecutivi di genere femminile	5,26%

Dalla successiva Tabella 11 possiamo riassumere i dati precedentemente individuati, osservati in modo aggregato.

Tabella 11 Tabella riassuntiva dei risultati aggregati

Società del campione	204	
Numero consiglieri	2.190	100%
Consiglieri donna	260	12%
Numero di esecutivi	582	27%
Numero non esecutivi	1.608	73%
Numero di indipendenti	915	42%
Media consiglieri	10,73	100%
Media esecutivi	2,9	27%
Media non esecutivi	7,9	73%
Media indipendenti	4,5	42%
Numero medio di consiglieri donna	1,27	12%

Confronto Financial e Non Financial

Per le 204 società del campione, si registra nel 2012 un numero medio di consiglieri pari a 10,73. Possiamo notare la netta differenza nel numero medio di consiglieri tra società del gruppo *Financial* pari a 17,86 membri, e società del gruppo *Non Financial* con 9,82 membri (con una differenza di 8,04 consiglieri).

Analoga situazione riguardo al numero medio di consiglieri esecutivi, non esecutivi ed indipendenti, che risultano nettamente superiori per l'agglomerato *Financial*.

Entrando nel merito, i consiglieri di sesso femminile sono risultati 0,43 in più in media per l'agglomerato *Financial* a 1,65 contro 1,22 delle società *Non Financial*. Per i consiglieri esecutivi, le società dei settori bancario ed assicurativo ne possiedono in media due unità in più, attestandosi a 4,6 rispetto ai 2,6 delle società appartenenti agli altri settori. Passando poi ai consiglieri non esecutivi, questi risultano in media 13,2 per le società *Financial* e 7,2 per le *Non Financial*, determinando una variazione di ben sei unità. Infine, per i consiglieri indipendenti vediamo per il segmento *Financial* 7,8 unità contro le 4 del segmento *Non Financial*, con uno scarto di 3,8 unità (Tabella 12).

Tabella 12 Numero e classificazione dei consiglieri per i segmenti Financial e Non Financial

	Financial	%	Non Financial	%	Totale	%
Società del campione	23	11%	181	89%	204	100%
Numero consiglieri	411	19%	1.779	81%	2.190	100%
Consiglieri donna	38	9%	222	12%	260	100%
Numero di esecutivi	107	18%	475	82%	582	100%
Numero non esecutivi	304	19%	1.304	81%	1.608	100%
Numero di indipendenti	180	20%	735	80%	915	100%
Media consiglieri	17,86	100%	9,82	100%	10,73	100%
Media esecutivi	4,60	26%	2,60	26%	2,90	27%
Media non esecutivi	13,20	74%	7,20	73%	7,90	73%
Media indipendenti	7,80	44%	4,00	41%	4,50	42%
Numero medio di consiglieri donna	1,65	9%	1,22	12%	1,27	12%

Analisi dei compensi erogati ai membri del consiglio di amministrazione

Il costo totale sostenuto dalle 204 società del campione per la remunerazione degli amministratori è stata nel 2012 pari a 536.763.705 €. Considerando tutti gli amministratori, i dettagli dei compensi sono riassunti dalla Tabella 13, che individua un costo medio per consigliere di 245.098 €.

Tabella 13 Emolumenti corrisposti ai consiglieri di amministrazione delle 204 società del campione nel 2012 (valori in Euro)

Totale società	204
Costo consiglieri per società	2.631.195
Numero consiglieri	2.190
Costo medio per consigliere	245.098
Persone che hanno ricoperto le cariche	1.903
Remunerazione media per persona (1,1508 cariche)	282.062
Costo totale consiglieri	536.763.705

Ogni carica da amministratore esecutivo è stata remunerata con 691 K€ (Tabella 14).

Tabella 14 Emolumenti corrisposti ai consiglieri di amministrazione esecutivi delle 204 società del campione nel 2012 (valori in Euro)

Totale società	204
Costo consiglieri per società	1.972.916
Numero consiglieri	582
Costo medio per consigliere	691.537
Persone che hanno ricoperto le cariche	557
Remunerazione media per persona (1,044 cariche)	722.576
Costo totale consiglieri esecutivi	402.474.822

Per ogni consigliere esecutivo, sono stati raccolti sia gli emolumenti fissi sia quelli variabili. Per quelli variabili, possiamo individuare due tipi di remunerazione:

- in denaro, erogata come bonus;
- in stock option, come equity.

Si espone analiticamente il dettaglio della remunerazione degli amministratori esecutivi (Tabella 15).

Tabella 15 Composizione emolumenti corrisposti ai consiglieri di amministrazione esecutivi delle 204 società del campione nel 2012 (valori in Euro)

	Totale 204 società	Per società	Per carica	%
Di cui Bonus	72.087.055	353.368	123.861	18%
Di cui Equity	57.943.549	284.037	99.559	14%
Per la carica	246.429.285	1.207.987	423.418	61%
Altri (fringe benefits)	10.451.950	51.235	17.959	3%
Buona uscita	15.562.983	76.289	26.741	4%
Costo Totale Consiglieri	402.474.822	1.972.916	691.537	100%

Passando invece alle remunerazioni dei consiglieri non esecutivi, notiamo dalla successiva ogni carica è stata remunerata in media con circa 83 K€ (Tabella 16).

Tabella 16 Emolumenti corrisposti ai consiglieri di amministrazione non esecutivi delle 204 società del campione nel 2012 (valori in Euro)

Totale Società	204
Costo Consiglieri per società	658.279
Numero Consiglieri	1.608
Costo medio per consigliere	83.513
Persone che hanno ricoperto le cariche	1.422
Remunerazione media per persona (1,1308 cariche)	94.437
Costo Totale Consiglieri	134.288.883

Per i consiglieri non esecutivi, sono state individuate le voci che compongono la remunerazione (Tabella 17).

Tabella 17 Composizione emolumenti corrisposti ai consiglieri di amministrazione non esecutivi delle 204 società del campione nel 2012 (valori in Euro)

	Totale 204 società	Per società	Per carica	%
Comitato CCI	9.190.132	45.050	5.715	7%
Comitato COPC	1.753.385	8.595	1.090	1%
Comitato Remunerazioni	3.971.834	19.470	2.470	3%
Comitato Nomine	1.823.755	8.940	1.134	1%
Altri comitati, o miscellanea comitati	953.192	4.673	593	1%
ODV	1.288.994	6.319	802	1%
Altri (fringe benefits)	7.889.352	38.673	4.906	6%
Per la carica	107.418.239	526.560	66.802	80%
Costo Totale Consiglieri	134.288.883	658.279	83.513	100%

Passando poi agli emolumenti erogati ai consiglieri indipendenti, notiamo come ogni carica sia stata remunerata con 63 K € (Tabella 18).

Tabella 18 Emolumenti corrisposti ai consiglieri di amministrazione indipendenti delle 204 società del campione nel 2012 (valori in Euro)

Totale Società	204
Costo Consiglieri per società	284.399
Numero Consiglieri	915
Costo medio per consigliere	63.407
Persone che hanno ricoperto le cariche	1.903
Remunerazione media per persona (1,0984 cariche)	69.649
Costo Totale Consiglieri	58.017.352

Per i consiglieri indipendenti, sono state individuate le voci che compongono la remunerazione (Tabella 19).

Tabella 19 Composizione emolumenti corrisposti ai consiglieri di amministrazione indipendenti delle 204 società del campione nel 2012 (valori in Euro)

	Totale 204 società	Per società	Per carica	%
Comitato CCI	7.397.582	36.263	8.085	13%
Comitato COPC	1.648.777	8.082	1.802	3%
Comitato Remunerazioni	3.125.607	15.322	3.416	5%
Comitato Nomine	1.275.928	6.255	1.394	2%
Comitato Generali (altri comitati, o miscellanea comitati)	568.834	2.788	622	1%
ODV	974.022	4.775	1.065	2%
Altri (fringe benefits)	1.054.178	5.168	1.152	2%
Per la carica	41.972.424	205.747	45.872	72%
Costo Totale Consiglieri	58.017.352	284.399	63.407	100%

Confronto Financial e Non Financial

Osservando il costo totale sostenuto dalle società per la remunerazione degli amministratori, si può notare come i costi relativi al campione totale ammontano a circa 537 mln €.

L'agglomerato Financial, con 23 società su 204 (11%), pesa sull'ammontare totale per ben il 22%, con una spesa totale per le remunerazioni di 115 mln di €, e una spesa media per consigliere 1,18 volte più elevata rispetto all'agglomerato Non Financial.

Se il costo medio degli amministratori esecutivi è allineato ai 675 K € per il settore Financial e 695 K € circa per entrambi gli agglomerati, la differenza risulta più marcata per i consiglieri non esecutivi e indipendenti, il cui costo medio per il settore Financial va a raddoppiare per i primi e quasi a triplicarsi per i secondi (2,57 volte). Tali considerazioni sono sintetizzate dalla Tabella 20.

Tabella 20 Remunerazione dei consiglieri, confronto Financial e Non Financial (valori in Euro)

	Financial	%	Non Financial	%	Totale	%
Società del campione	23	11%	181	89%	204	100%
Società pubblicano i corrispettivi	23	100%	181	100%	204	100%
Costo totale consiglieri	115.426.540	22%	421.337.165	78%	536.763.705	100%
Costo medio consiglieri	280.843		236.839		245.098	
Costo totale Esecutivi	72.125.276	18%	330.349.546	82%	402.474.822	100%
Costo medio Esecutivi	674.068		695.473		681.006	
Costo totale Non Esecutivi	43.301.264	32%	90.987.619	68%	134.288.883	100%
Costo medio Non Esecutivi	142.438		69.776		83.513	
Costo Totale Indipendenti	22.418.370	39%	35.598.982	61%	58.017.352	100%
Costo Medio Indipendenti	124.547		48.434		63.407	

4.4.2. Il collegio sindacale

Il Collegio Sindacale è un organo di controllo, la cui istituzione è per legge obbligatoria per tutte le società quotate che utilizzano il modello di governance tradizionale.

La composizione del campione qui considerato comprende 204 società totali, di cui:

- 199 utilizzano il modello di Governance Tradizionale;
- 4 società utilizzano il modello di Governance Dualistico, in cui non si istituisce il Collegio Sindacale;
- 1 società utilizza il modello di Governance Monistico, in cui non si istituisce il Collegio Sindacale.

Delle 199 società che hanno utilizzato il modello di governance tradizionale, e istituito il Collegio Sindacale, tutte hanno dato pubblicità degli emolumenti corrisposti ai Sindaci nei documenti societari (relazione sulla remunerazione o relazione finanziaria annuale).

Analisi della struttura del collegio sindacale

Per le 199 società che hanno utilizzato il modello tradizionale di amministrazione e controllo, si registra in media un collegio sindacale composto da 3,13 membri (Tabella 21).

Tabella 21 Numero membri del Collegio Sindacale per le 199 società che lo istituiscono

N° di membri per collegio sindacale	N° di società	%
Con 3 membri effettivi nel collegio sindacale	186	94%
Con 5 membri effettivi nel collegio sindacale	13	7%
Totale	199	100%

Delle 623 cariche disponibili nei 199 collegi sindacali, ben 572 sono state ricoperte da uomini, mentre solo 51 da donne. Inoltre, indagando il numero di persone che hanno composto i collegi sindacali, le 623 cariche disponibili sono state ricoperte da 550 persone, per una media di 1,1327 incarichi a persona. Solo due donne hanno ricoperto più di un incarico (due incarichi) (Tabella 22).

Tabella 22 Analisi incarichi, genere e numero di Sindaci

Totale Società			199
Incarichi ricoperti da uomini	572	Sindaci Uomini	1,142
Numero di Sindaci uomini	501		
Incarichi ricoperti da donne	51	Sindaci Donne	1,041
Numero di Sindaci donne	49		
Cariche disponibili	623	Sindaci Totali	1,133
Persone che le ricoprono	550		

Confronto Financial e Non Financial

Il confronto tra società dell'agglomerato Financial e Non Financial, vede per le società appartenenti al primo in media 3,7 membri contro i 3,0670 delle società Non Financial. Tale maggior valore è dovuto al fatto che ben 7 società sulle 13 che hanno adottato un collegio sindacale composto da cinque membri appartengono all'agglomerato *Financial* (Tabella 23).

Tabella 23 Confronto struttura dei collegi sindacali tra società appartenenti all'agglomerato Financial e Non Financial

	Financial	%	Non Financial	%	Totale	%
Società istituenti il Collegio Sindacale	20	10%	179	90%	199	100%
Numero di membri componenti il collegio, totali per aggregato	74	12%	549	88%	623	100%
Media componenti collegio	3,700		3,067		3,131	
Numero cariche da Presidente	20	10%	179	90%	199	100%
Numero cariche da sindaco	54	13%	370	87%	424	100%

Analisi dei compensi erogati ai membri del collegio sindacale

Anche per l'analisi della struttura del collegio sindacale non sono state considerate nel calcolo della media dei membri i sindaci cessati, ma solamente i membri effettivi alla chiusura dell'esercizio. Nell'ottica invece, di indagare il costo sostenuto per il funzionamento del collegio sindacale, si è tenuto conto degli emolumenti corrisposti

anche ai membri cessati, in quanto le società hanno frazionato il compenso per competenza al sindaco cessato e a quello subentrato.

Nell'indagare il costo totale sostenuto dalle società per gli emolumenti corrisposti ai sindaci componenti il collegio sindacale, sono state prese in considerazione le seguenti specifiche voci recuperate dai documenti societari:

- Gli emolumenti corrisposti per la carica di sindaco ;
- L'eventuale maggior compenso derivante dalla carica di presidente del collegio sindacale;
- I corrispettivi erogati sotto forma di gettone di presenza per la partecipazione alle riunioni del collegio sindacale, nonché per la partecipazione alle riunioni dei comitati istituiti all'interno del consiglio di amministrazione se presenti, nonché gli emolumenti corrisposti per la partecipazione all'organismo di vigilanza;
- Altri eventuali compensi erogati sotto forma di "Fringe Benefits", o altri compensi.

Tabella 24 Emolumenti corrisposti ai componenti il Collegio Sindacale delle società del campione (valori in Euro)

Totale Società	199
Media	150.974
Primo Quartile	71.223
Mediana	122.500
Terzo Quartile	182.819
Valore Massimo	938.400
Valore Minimo	16.448
Costo Totale Collegi Sindacali	30.043.925

Dalla Tabella 24 si evince come il costo totale dei 199 collegi sindacali delle società del campione sia stato nel 2012 pari a 30.043.925 €. Indagando poi gli emolumenti corrisposti per la carica di presidente del collegio sindacale, si può constatare come

per i membri in carica, in media l'emolumento rispetto agli altri componenti il collegio sindacale è risultato maggiorato di circa il 25% (Tabella 25).

Tabella 25 Emolumenti per la carica di Presidente del Collegio Sindacale (valori in Euro)

	Costo per emolumenti	N° Cariche	Media per carica
Sindaci	18.231.397	424	42.999
Presidenti CS	11.812.528	199	59.359
Totale	30.043.925	623	48.225

Confronto Financial e Non Financial

Il confronto tra società dell'agglomerato Financial e Non Financial, vede per le società appartenenti al primo un costo medio del collegio sindacale più elevato in misura rilevante, di 2,74 volte.

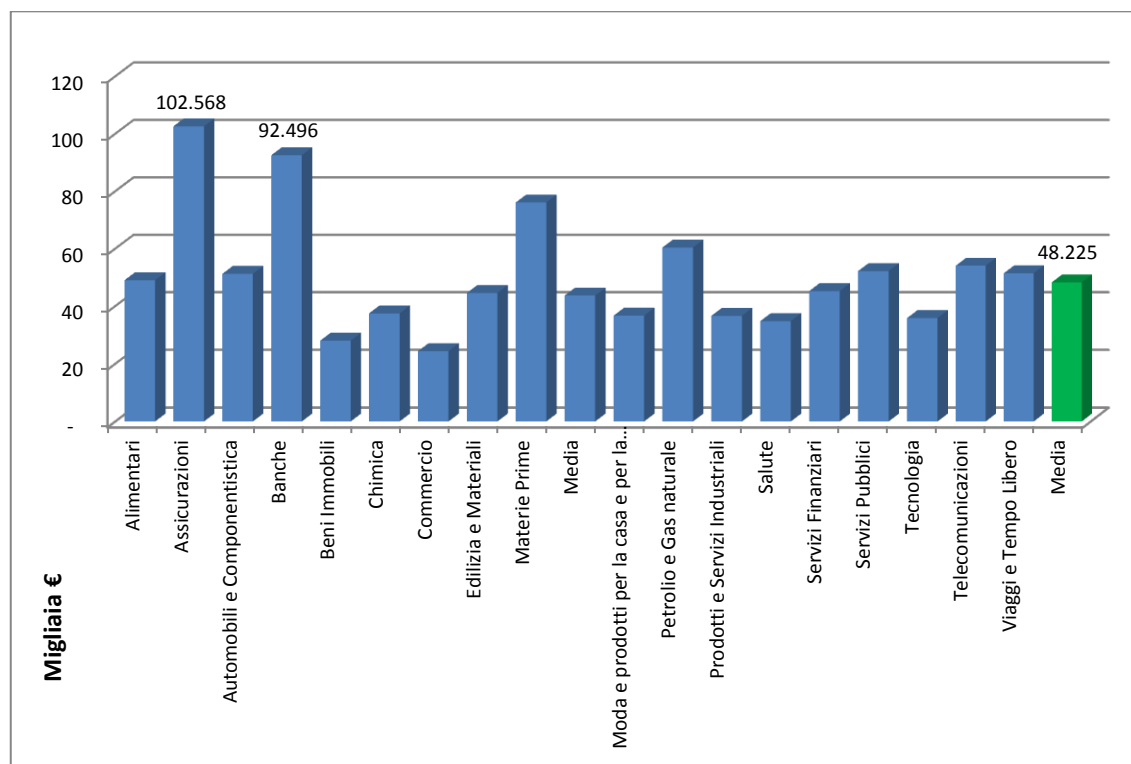
L'emolumento per sindaco risulta superiore per le società definite come Financial, di 2,27 volte rispetto i colleghi del gruppo definito Non Financial. L'emolumento medio dei presidenti del collegio sindacale effettivi risulta maggiore più del doppio rispetto ai colleghi dell'agglomerato "Non Financial", di 2,30 volte (Tabella 26).

Tabella 26 Costo collegio sindacale, confronto Financial e Non Financial (valori in Euro)

	Financial	%	Non Financial	%	Totale	%
Società istituenti il collegio sindacale	20	10%	179	90%	199	100%
Costo totale collegio sindacale	7.046.144	23%	22.997.781	77%	30.043.925	100%
Costo medio per società	352.307		128.479		150.974	
Emolumento per membro	95.218		41.890		48.225	
Costo totale emolumenti Presidenti collegio sindacale	2.416.636	20%	9.395.892	80%	11.812.528	100%
Emolumento medio presidente del collegio sindacale	120.832		52.491		59.359	
Costo totale emolumenti altri sindaci	4.629.508	25%	13.601.889	75%	18.231.397	100%
Emolumento medio altri sindaci	85.732		36.762		42.999	

Approfondendo questi aspetti attraverso un'analisi effettuata per settore, notiamo come proprio per i due settori assicurativo e bancario (che compongono l'agglomerato Financial) i costi sostenuti dalle società per emolumenti erogati ai membri del collegio sindacale siano risultati i più elevati (Figura 5).

Figura 5 Costo medio per settore emolumenti corrisposti ai componenti il Collegio Sindacale (valori in Euro)



4.4.3. I corrispettivi corrisposti alla società di revisione per la revisione contabile

Sono stati analizzati poi i corrispettivi erogati per i servizi di revisione contabile effettuati dalle società di revisione nei confronti dei gruppi aziendali delle società quotate al FTSE Italia All share nel 2012.

I compensi cui si fa riferimento in questo paragrafo sono:

- I corrispettivi corrisposti alla società di revisione per il solo servizio di revisione contabile della capogruppo (si escludono quindi altri servizi di attestazione, nonché eventuali consulenze o altre spese);
- I corrispettivi corrisposti alla società di revisione per il solo servizio di revisione contabile per le società controllate o collegate facenti parte del gruppo.

Per le società quotate, i corrispettivi per la revisione devono essere obbligatoriamente resi pubblici secondo l'art. 149 duodecies del regolamento emittenti CONSOB.

Delle 204 società del campione, la totalità ha dato pubblicità dei corrispettivi per i servizi di revisione contabile.

Tabella 27 Statistiche dei corrispettivi per la Revisione (valori in Euro)

Totale Società	204
Media	1.299.437
Primo quartile	178.000
Mediana	322.000
Terzo quartile	841.000
Valore minimo	6.600
Valore massimo	25.399.000
Costo totale Revisione	265.085.165

Dalla Tabella 27 si evince come il costo totale per i servizi di revisione contabile nell'anno 2012 per le 204 società del campione ammonta a 265.085.165 €, con un valore medio di 1.299.437 €.

Confronto Financial e Non Financial

Osservando il costo totale dei corrispettivi per la revisione contabile del campione totale, che ammontano a circa 265 mln€, il solo settore Financial con 23 società su 204 (11%), pesa sull'ammontare totale per ben il 29%, con un costo di 78 mln di € (Tabella 28).

Tabella 28 Corrispettivi per la Revisione agglomerati Financial e Non Financial (valori in Euro)

	Financial	%	Non Financial	%	Totale	%
Società del campione	23	11%	181	89%	204	100%
Società pubblicano i corrispettivi	23	100%	181	100%	204	100%
Costo totale Revisione	77.789.313	29%	187.295.852	71%	265.085.165	100%
Costo medio per società	3.382.144		1.034.784		1.299.437	

Il costo totale sostenuto dalle 204 società del campione per i servizi di revisione, analizzato per agglomerati Financial e Non Financial risulta composto come nella Tabella 87. Si evince come per le società della classificazione Financial l'onerosità media della revisione contabile sia molto più elevata rispetto al resto dei componenti del campione, di 3,26 volte (Tabella 29).

Tabella 29 Confronto statistiche sui costi per la revisione contabile per società Financial e Non Financial (valori in Euro)

	Financial	Non Financial
Media	3.382.144	1.034.784
Primo quartile	259.375	175.058
Mediana	964.000	303.000
Terzo quartile	2.038.046	639.000
Valore minimo	55.000	6.600
Valore massimo	25.399.000	23.372.000
Costo totale revisione	77.789.313	187.295.852

I costi del sistema di controllo

Si vuole in questo paragrafo indagare, per le 204 società del campione il costo totale del sistema di controllo implementato. Si analizzano, in particolare, i costi sostenuti per la remunerazione dei consiglieri componenti il consiglio di amministrazione, i costi sostenuti per gli emolumenti erogati ai componenti il collegio sindacale, ed i costi sostenuti per il pagamento dei corrispettivi per la revisione contabile erogati alla Società di revisione esterna. Nel dettaglio, sono state prese in considerazione per

ognuno dei tre organi di controllo le seguenti specifiche voci recuperate dai documenti societari:

- gli emolumenti erogati per i consiglieri che compongono i consigli di amministrazione; di questi si sono calcolati i costi dei compensi totali degli amministratori, tra cui i compensi fissi, i gettoni di presenza, i compensi per cariche speciali (ex art. 2389, primo comma, c.c.), i compensi per la partecipazione ai comitati, i gettoni di presenza (se eventualmente erogati), i compensi corrisposti in virtù di rapporto di lavoro dipendente, i compensi corrisposti per consulenze, i bonus (se eventualmente erogati), i compensi sotto forma di azioni valutati al *fair value*, ed emolumenti corrisposti per la carica di presidente o componente dell'ODV;
- i compensi totali corrisposti dalla società ai sindaci componenti il collegio Sindacale, compresi eventuali gettoni di presenza per riunioni consiliari o dei comitati, ed emolumenti corrisposti per la carica di presidente o componente ODV;
- i corrispettivi erogati dalla società per servizi resi dalla società di revisione, per la sola revisione contabile della società, o se presenti, anche delle altre società del gruppo. Non si considerano i corrispettivi per i servizi di attestazione o altre prestazioni;

La Tabella 30 successiva riassume i citati costi sostenuti per le 204 società del campione considerato.

Tabella 30 Costo dei compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo nonché dei corrispettivi spettanti alle società di revisione (valori in Euro)

Totale Società	204
Media	4.077.906
Primo quartile	1.086.726
Mediana	1.762.293
Terzo quartile	4.399.728
Valore massimo	42.715.664
Valore minimo	103.600
Somma dei costi totali sostenuti	831.892.795

Dalla Tabella 30, si evince come il costo totale per i compensi corrisposti ai membri degli organi di amministrazione e di controllo nonché dei corrispettivi per la revisione contabile nell'anno 2012, per le 204 società del campione, ammonti a 831.892.795 €. Il valore medio è risultato 4.077.906 €.

Confronto Financial e Non Financial

Il costo totale del sistema di controllo implementato, analizzato per agglomerati Financial e Non Financial risulta riassunto dalla tabella seguente (Tabella 31). Si può notare come per le società della classificazione Financial, l'onerosità del sistema di controllo implementato sia molto più elevata rispetto al resto dei componenti il campione, riuniti nell'aggregato "Non Financial". Tale valore è risultato superiore nella misura di 2,49 volte.

Tabella 31 Costo Totale Organi di Amministrazione e controllo e revisione confronto Financial vs Non Financial (valori in Euro)

	Financial	%	Non Financial	%	Totale	%
N° società	23	11%	181	89%	204	100%
Costo totale sistema di controllo	200.261.997	24%	631.630.798	76%	831.892.795	100%
Costo medio	8.707.043		3.489.673		4.077.906	

Degli 832 mln di € che individuano il costo totale sostenuto dalle 204 società per i compensi degli organi di amministrazione e controllo, compresi dei corrispettivi per i servizi di revisione contabile, il solo settore Financial con 23 società (11% del campione) pesa sull'ammontare totale per il 24%, con un costo di circa 200 mln di €.

Il costo medio per società risulta più che doppio per il gruppo di società definite "Financial" (Tabella 32).

Tabella 32 Statistiche Organi di Amministrazione e controllo e Revisione contabile per le società degli aggregati Financial e Non Financial (valori in Euro)

	Financial	Non Financial
Società	23	181
Somma	200.261.997	631.630.798
Media	8.707.043	3.489.673
Primo quartile	2.331.448	944.691
Mediana	5.281.000	1.629.000
Terzo quartile	10.078.722	3.818.821
Valore massimo	42.715.664	42.587.100
Valore minimo	1.011.000	103.600

Dal confronto degli aggregati emerge come per le società dell'agglomerato Financial le statistiche descrittive determinino valori maggiori nell'analisi dei costi per i compensi dei componenti gli organi di amministrazione e controllo e dei corrispettivi per la revisione. La differenza tra il valore mediano dei due aggregati ammonta a 3,652 mln €, mentre il valore minimo registrato dai due sottoinsiemi è risultato 9,75 volte maggiore per l'aggregato Financial.

Il valore massimo invece, risulta simile per entrambi gli agglomerati, attestandosi a poco più di 42 mln di €.

La relazione tra Fatturato e costi del Sistema di Controllo

Per comprendere se e in che misura il costo sostenuto per l'implementazione del sistema di controllo interno siano correlati alla variabile fatturato legata alla società esaminata, si è calcolato il coefficiente di correlazione di Bravais-Pearson, utilizzando il modello di seguito riportato:

$$\rho_{SCI_i \text{ Fatturato}_i} = \frac{\sigma_{SCI_i \text{ Fatturato}_i}}{\sigma_{SCI_i} \sigma_{Fatturato_i}}$$

dove:

SCI: Rappresenta il costo totale del sistema di controllo interno, che comprende i costi sostenuti per la remunerazione degli amministratori, i costi sostenuti per il collegio sindacale (o per il consiglio di sorveglianza nelle società con modello dualistico), il costo della revisione contabile da parte della società di revisione, per singola società.

Fatturato o Ln Fatturato: Rappresenta il fatturato della società, trasformato in logaritmo naturale

Tale variabile è stata utilizzata per comprendere le dinamiche che intercorrono all'interno di società diverse con dimensioni diverse. In particolare, il costo totale del sistema di controllo interno è stato utilizzato come proxy per misurare l'impegno da parte della società nell'implementazione dello stesso, ed individuare l'esigenza di un sistema di controllo interno maggiormente strutturato in relazione alla maggiore complessità e dimensione dell'azienda.

Si propone quindi la matrice di correlazione Bravais-Pearson per le variabili del SCI e del Fatturato sopra riportate, osservandone i valori dei coefficienti. Da tali osservazioni si può poi individuare una correlazione diretta (o analogamente inversa) nei casi:

- Se $0 < \rho_{XY} < 0,2$ si ha correlazione molto debole, quasi inesistente;
- Se $0,2 < \rho_{XY} < 0,4$ si ha correlazione debole, appena apprezzabile;
- Se $0,4 < \rho_{XY} < 0,6$ si ha correlazione moderata, apprezzabile;
- Se $0,6 < \rho_{XY} < 0,8$ si ha correlazione elevata, intensa;
- Se $\rho_{XY} > 0,8$ si ha correlazione forte, molto intensa;

Delle 204 società del campione si sono escluse 3 società poiché il loro fatturato era un valore molto basso, inferiore al milione di €. Le statistiche descrittive per le due variabili considerate sono esposte nella successiva Tabella 33.

Tabella 33 Statistiche descrittive Variabili costo del sistema di amministrazione e controllo e fatturato trasformato in logaritmo naturale (valori in Euro)

	N	Minimo	Massimo	Media	Mediana	Deviazione std.	Varianza
SCI	201	103.600	42.715.664	4.132.801	1.774.571	6.301.284	3,97E+15
Ln Fatturato	201	1,520	11,750	6,143	5,928	2,079	4,322

La successiva analisi attraverso la correlazione Bravais - Pearson è esposta nella successiva Tabella 34.

Tabella 34 Correlazione Bravais - Pearson

	SCI	Ln Fatturato
SCI	1	
Ln Fatturato	0,696**	1

I risultati indicano per la correlazione un coefficiente r positivo significativo, sottolineando una correlazione elevata, intensa, tra il logaritmo naturale del fatturato societario ed i costi sostenuti per il sistema di amministrazione e controllo implementato.

4.5. Analisi conclusive

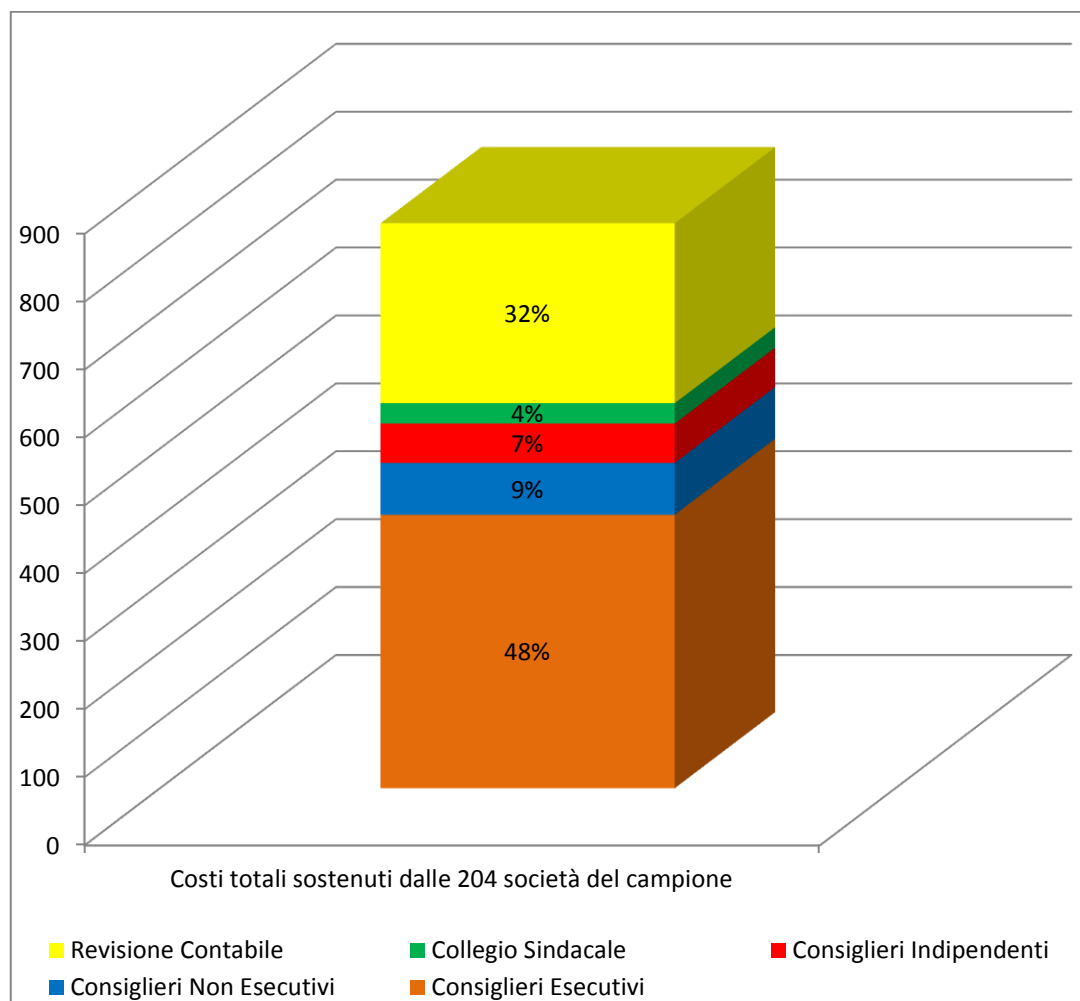
Le analisi conclusive relative ai dati presentati nel capitolo 4 sono di seguito presentate. In particolare, dalle innumerevoli informazioni e dati forniti nel corso del capitolo, si è deciso di porre l'enfasi su 4 principali punti di sintesi:

1. La relazione tra i costi sostenuti dalle società per gli organi di amministrazione e controllo e il fatturato delle stesse;
2. L'identificazione del peso delle componenti analizzate sul costo totale per gli organi di amministrazione e controllo;
3. La marcata differenza tra i costi sostenuti per l'amministrazione ed il controllo dalle società appartenenti ai settori assicurativo e bancario rispetto alle società appartenenti agli altri settori industriali.

Per il primo punto, le analisi effettuate al paragrafo 0 dimostrano la correlazione tra il fatturato societario e il costo per il sistema di controllo inteso come l'insieme degli organi di amministrazione e controllo (consiglio di amministrazione, Collegio Sindacale, Società di revisione contabile). Tale correlazione risultata significativa, indica come le società di maggiori dimensioni sono tendenzialmente dotate di un sistema di controllo più complesso, e destinano maggiori risorse per garantire un'efficacia degli organi di amministrazione e controllo. Tale condizione potrebbe essere dovuta in parte alla maggiore complessità gestionale, tale da spingere all'implementazione di ulteriori presidi al fine di garantire la governabilità. Un'altra causa potrebbe risiedere, tuttavia, nella maggiore possibilità di spesa delle aziende di maggiori dimensioni, in quanto l'incidenza dei costi del sistema di controllo sul fatturato tende ad essere decrescente. In ogni caso, i risultati conseguiti in questa ricerca sono in linea con le considerazioni di numerosi altri studi e ricerche (vedi paragrafo 4.1). Tale spunto sarà ripreso nel successivo capitolo 5.

Per il secondo punto scaturente dall'analisi dei risultati precedentemente esposti, possiamo agevolmente constatare come siano i costi per gli amministratori esecutivi quelli maggiormente impattanti sui costi totali del sistema di controllo, come riassunto anche dalla successiva Figura 6.

Figura 6 Dettaglio percentuale dei costi sostenuti dalle 204 società del campione per gli organi di amministrazione e controllo



Dalla precedente Figura 6 si evince come il costo dei consiglieri esecutivi incida sul totale dei costi per gli organi di amministrazione e controllo per il 48%. I costi del consiglio di amministrazione aggregati incidono per il 64% del totale, mentre i costi sostenuti per l'incarico di revisione contabile incidono per il 32%. Il 4% dei costi è stato sostenuto per l'emolumento dei membri del collegio sindacale.

La successiva Tabella 35 riassume analiticamente i costi in Euro degli organi di amministrazione e controllo per le 204 società del campione.

Tabella 35 Suddivisione dei costi sostenuti dalle 204 società del campione per gli organi di amministrazione e controllo

	Costi totali sostenuti dalle 204 società del campione	%	% aggregata
Consiglieri Esecutivi	402.474.822	48%	64%
Consiglieri Non Esecutivi	76.271.531	9%	
Consiglieri Indipendenti	58.017.352	7%	
Collegio Sindacale	30.043.925	4%	4%
Revisione Contabile	265.085.165	32%	32%
Totale	831.892.795	100%	100%

In merito al terzo punto, relativo alle differenze tra agglomerati Financial e Non Financial, nel corso del quarto capitolo si sono analizzate per i vari punti affrontati le diversità tra le società del campione appartenenti al settore bancario e assicurativo e le società appartenenti ai restanti settori. Tale separazione, come detto, è stata giustificata dai diversi obblighi legislativi imposti dal regolatore, il cui fine è di tutelare il sistema economico dalle ricadute potenzialmente disastrose che avrebbe un eventuale crisi di una società Financial, tali da poter contagiare altri settori economici “sani”.

L’analisi separata dei due agglomerati ha permesso di evidenziare una sostanziale differenza sia per la struttura degli organi di amministrazione e controllo sia (conseguentemente) nei costi per questi sostenuti.

Come evidenziato nel corso del capitolo, l’agglomerato Financial si distingue per avere consigli di amministrazione e collegi sindacali composti in media, da un significativo maggior numero di membri. Si passa da una media di 17,86 membri per le società Financial ai 9,82 membri per le società Non Financial, mentre per il collegio sindacale si passa rispettivamente dai 3,7 ai 3,06 (Tabella 36).

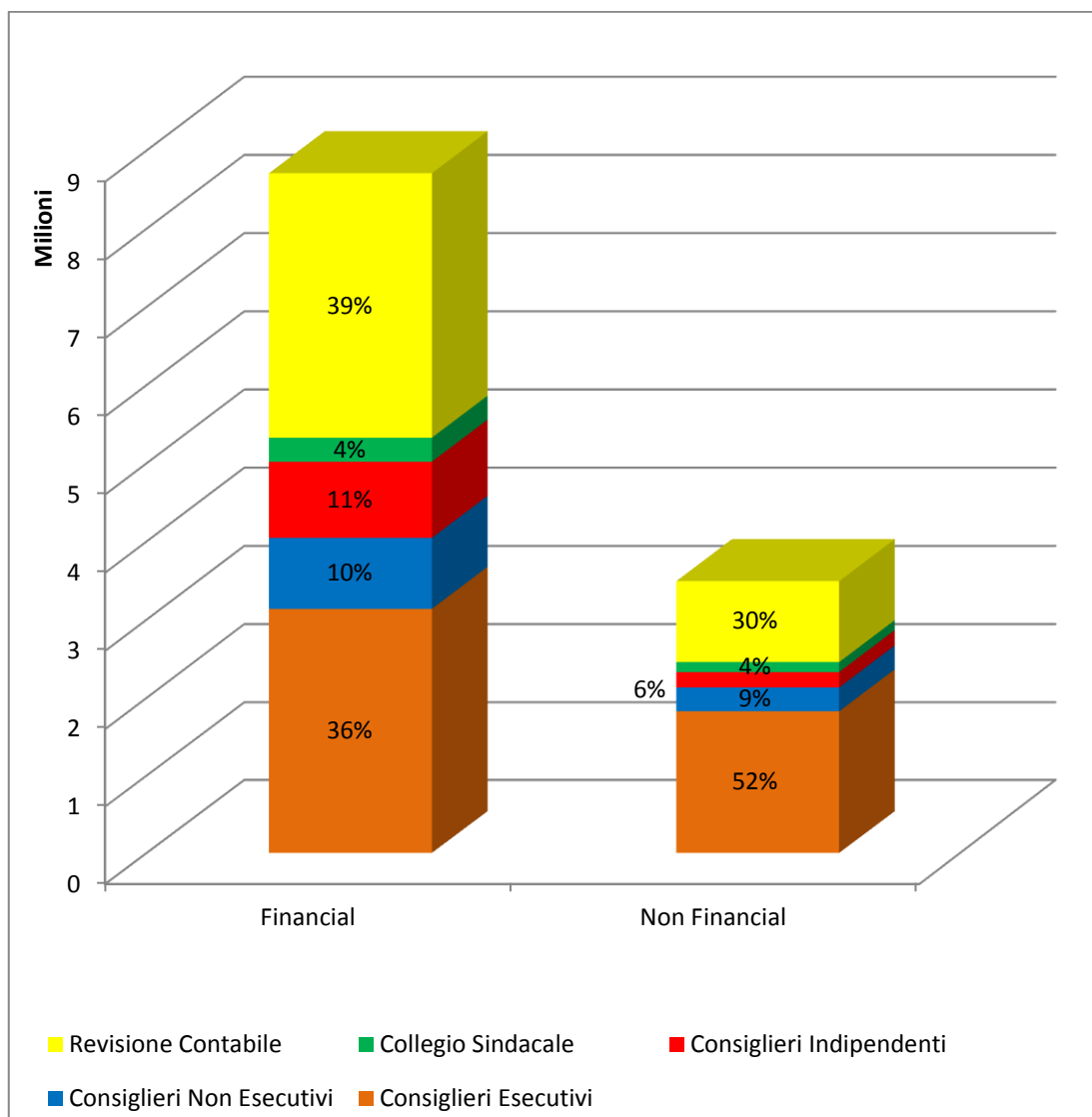
Tabella 36 Numero membri medi componenti gli organi CdA e CS per gli agglomerati Financial e Non Financial

	Membri del CdA	Membri del Collegio sindacale
Financial	17,86	3,7
Non Financial	9,82	3,06
Media	10,73	3,13

Restano tuttavia pressoché invariati i rapporti percentuali di composizione del CdA tra consiglieri esecutivi, non esecutivi e indipendenti per i due agglomerati. L'effetto sui costi sostenuti per gli organi di amministrazione e controllo sono riassunti dal successivo grafico, che evidenzia innanzitutto come in media le società *Financial* sostengano circa 2,5 volte la spesa sostenuta dalle società *Non Financial*. Inoltre, si può evincere come per le società *Non Financial*, i costi per i consiglieri esecutivi incidano in misura significativamente maggiore sul totale (52% contro il 36% dell'agglomerato *Financial*). Tale differenza comporta, in contropartita, una minor spesa percentuale delle società *Non Financial*, per il 9% sui costi per la revisione contabile e per un 5% sui costi per gli emolumenti degli amministratori indipendenti (Figura 7).

Tale differenza per i costi destinati agli amministratori esecutivi potrebbe essere giustificata dal fatto che per le società *Non Financial* si riscontrano innumerevoli casi in cui le figure chiave del top management (Presidente e CEO) sono ricoperte da soggetti che possiedono una partecipazione di maggioranza nell'azionariato della società (approssimativamente, in circa il 50% dei casi) e potrebbero in tal modo esercitare maggiori pressioni sul consiglio di amministrazione per ottenere ulteriori remunerazioni.

Figura 7 Dettaglio percentuale dei costi sostenuti dalle 204 società del campione per gli organi di amministrazione e controllo suddivise in Financial e Non Financial



5. CAPITOLO - La misurazione della qualità della corporate governance ed i fattori che ne influenzano l'adozione per le società quotate italiane nel 2013

5.1. Obiettivi della ricerca: domanda di ricerca

In questo capitolo si procede entrando nel merito del lavoro di ricerca sviluppato, volto ad analizzare la qualità della corporate governance nel contesto italiano, in riferimento alle società quotate nel mercato borsistico italiano nell'esercizio 2013.

In particolare, la ricerca si pone l'obiettivo di indagare quali variabili caratterizzanti le società quotate hanno un'influenza sul livello di *best practices* di *corporate governance* adottata.

A tale scopo si riportano nel prosieguo le ipotesi di ricerca considerate, tenendo presenti gli studi precedentemente effettuati sulla tematica esaminata.

H1: Esiste una correlazione positiva tra la dimensione della società e la qualità della corporate governance.

In accordo con la letteratura, le società di maggiori dimensioni adottano un sistema di corporate governance maggiormente strutturato poiché una maggiore complessità aziendale e gestionale necessita di procedure di governo maggiormente formalizzate, atte a permettere efficaci controlli nonché il bilanciamento delle responsabilità. Per molte delle passate ricerche si individua una significativa correlazione positiva tra le dimensioni della società e la strutturazione della corporate governance (Gompers et al., 2003; Barucci e Falini, 2005; Black et al., 2006; Cheung et al., 2008; Balasubramanian et al., 2010; Henry, 2010; Black et al., 2011). In particolare, Henry, 2010 (ma anche in Balasubramanian et al., 2010 si trovano evidenze con tale variabile) utilizza il fatturato della società come proxy della dimensione dell'azienda, utilizzandola tra le variabili di controllo. Anche in questa ricerca si è utilizzata, in accordo con tale studio, la dimensione dell'azienda approssimata dal totale fatturato societario, come variabile di controllo.

H2: Esiste una correlazione positiva tra la presenza nel consiglio di amministrazione di un consigliere eletto dalla minoranza azionaria e la qualità della corporate governance.

Jensen e Meckling, nel loro studio del 1976 identificano come il problema dell'agenzia sia determinato da un'asimmetria informativa tra agente e principale, identificati rispettivamente nel management e nell'azionista. Tale situazione va a generare degli attriti tra gli attori di tale teoria, in quanto ogni soggetto tenderà a massimizzare la propria utilità, generando dei costi di agenzia dovuti, tra gli altri, all'implementazione di un sistema di monitoraggio, che assicuri il principale della correttezza delle azioni poste in essere dall'agente. Tale studio scaturiva da un'analisi empirica di società statunitensi di grandi dimensioni del periodo, definite *Public Company* per via della conformazione dell'azionariato tipicamente diffuso e polverizzato, ed una continua circolazione delle azioni tra soggetti diversi.

Più recentemente, ulteriori studi sulla corporate governance hanno sottolineato come le imprese ad azionariato diffuso non siano il modello di assetti proprietari più diffuso al mondo (La Porta et al., 1999). Il modello di azionariato più diffuso al mondo è quello padronale, in cui un soggetto dominante esercita il controllo. Nel contesto di aziende con assetti proprietari padronali, La Porta et al., (1998) asserisce che il problema dell'agenzia, in particolare riguardo l'asimmetria informativa, va a traslare su soggetti diversi, identificando nell'azionista di maggioranza (che solitamente è a stretto contatto con il management, e dispone di informazioni adeguate) l'agente e nell'azionista di minoranza il principale (che cede il proprio capitale e si affida alle scelte dell'agente); questa differente conformazione del problema dell'agenzia viene definita come teoria dell'agenzia di tipo due⁴. Secondo questa teoria, l'attrito tra i due attori scaturisce proprio dalla possibilità per l'azionista di maggioranza di perseguire una maggiore utilità personale espropriando ricchezza all'azionista di minoranza. Secondo Melis, (2000), questa è la situazione italiana.

⁴ La teoria dell'agenzia di tipo due, individua il problema dell'asimmetria informativa tra agente e principale, quando questi sono rispettivamente l'azionista di maggioranza e l'azionista di minoranza.

Tale condizione tipica del mercato finanziario italiano, fu oggetto di dibattito del governo italiano nel 2005, quando attraverso la cosiddetta “legge sul risparmio”, istituì l’obbligo per le società quotate di introdurre nel consiglio di amministrazione almeno un amministratore eletto dalla lista che rappresenti le minoranze azionarie, e che non siano legate alla lista dell’azionista di maggioranza da un patto di sindacato o altri accordi per il governo dell’impresa (Zattoni, 2006). Nonostante l’introduzione delle normative, il conflitto di agenzia di tipo due rimane un problema attuale. Di recente, la ricerca di Bianchi et al., (2011) riscontra sul mercato italiano un più efficace monitoraggio nel ridurre il conflitto di agenzia di tipo due, nelle società che vedono nel consiglio di amministrazione un membro eletto dagli azionisti di minoranza.

In accordo con tali studi, abbiamo ritenuto che il numero di amministratori presenti nel consiglio di amministrazione eletti dalle liste di minoranza possa impattare sul livello qualitativo corporate governance adottato dalla società.

H3: Una maggiore presenza nell’azionariato di investitori stranieri con una partecipazione significativa, è positivamente correlata con la qualità della corporate governance

Precedenti ricerche hanno dimostrato come la presenza di investitori con una partecipazione significativa nell’azionariato di una società quotata, possano influenzare positivamente i meccanismi di governo e controllo, introducendo un monitoraggio ulteriore (Shleifer e Vishny, 1986; Karamanou e Vafeas, 2005), riducendo la probabilità di frodi finanziarie e falso in bilancio (Jensen 1993; Shleifer e Vishny, 1997), nonché giocando un ruolo chiave nel monitorare il comportamento del management. Tra questi, (Balasubramanian et al., 2010) individuano come importante il contributo degli investitori stranieri, in possesso di una partecipazione significativa. Essi, quali azionisti rilevanti, potrebbero essere disposti a pagare un premio superiore rispetto agli investitori domestici per le azioni di una società, ma al contempo potrebbero esercitare maggiori pressioni sul management affinché si adotti una migliore qualità di corporate governance, e se non assecondati, potrebbero decidere di vendere le proprie partecipazioni (Ferreira and Matos, 2008; Bianchi et al., 2011). Infine, più semplicemente, potrebbero adottare politiche di investimento

volte ad entrare solo nel capitale di aziende con un determinato livello di adozione di pratiche di *corporate governance* (Ferreira e Matos, 2008). Inoltre, possono contribuire a migliorare la protezione dei diritti delle minoranze azionarie (Khanna and Palepu, 2000).

In accordo con questi studi, si ritiene in questa trattazione che la presenza di investitori stranieri nell'azionariato sia un efficace meccanismo di controllo, e sia correlato con una maggiore qualità delle pratiche di *corporate governance* adottate.

H4: Esiste una correlazione positiva tra l'indebitamento finanziario e la qualità della corporate governance.

I precedenti studi condotti nell'ambito della corporate governance riscontrano come una maggiore esposizione della società al debito può influenzare positivamente la gestione aziendale del management, riducendo il costo di agenzia. Secondo la "teoria del controllo" (Jensen, 1986), una maggiore esposizione debitoria ridurrebbe la possibilità del management di utilizzare i flussi di cassa in modo non ottimale, vincolando la società al raggiungimento di obiettivi di efficienza che se non archiviati potrebbero portare al fallimento. Shleifer e Vishny (1997) hanno ulteriormente sottolineato la capacità del debito di fungere da strumento per disciplinare il management. Infatti, se il management risulta più o meno aleatoriamente poter decidere se distribuire o no il dividendo agli azionisti, risulta invece costretto ad onorare i debiti contratti alle scadenze previste (in particolare quelli finanziari). Un eventuale mancanza nell'adempimento a questi obblighi potrebbe comportare gravi conseguenze per il management, che vede quindi un forte incentivo alla ricerca di condizioni di efficienza ed efficacia al fine di garantire la capacità dell'impresa nel generare flussi di cassa adeguati a soddisfare gli impegni contrattuali con i creditori. Inoltre, una maggiore esposizione al debito induce i creditori a effettuare un più stretto monitoraggio dell'operato aziendale, richiedendo alla dirigenza una maggior *accountability* ed una maggiore trasparenza (Henry, 2010).

In accordo con la letteratura citata, si sostiene l'assunzione da parte di una società di un elevato livello di indebitamento finanziario possa indurre la società stessa a

rassicurare i propri creditori assumendo pratiche di corporate governance in linea con gli standard più elevati.

H5: Esiste una correlazione positiva tra il peso della partecipazione statale all'interno dell'azionariato di una società e la qualità della corporate governance.

Ben Ali et al., (2012) hanno dimostrato come per le aziende francesi il cui azionariato vede la partecipazione statale, il costo della revisione sia nettamente inferiore. Tali risultati sono in linea con la tesi di Sun e Tong, (2003) secondo cui *l'ownership* statale ha un ruolo importante nel prevenire le frodi finanziarie, nonché l'espropriazione di ricchezza nei confronti degli azionisti di minoranza. Ciò sostiene l'argomento secondo cui i rappresentanti statali hanno interesse a controllare in modo efficace il management di un'azienda a partecipazione pubblica, perché in caso di fallimento potrebbero sostenere costi di reputazione. Da tali assunzioni, evinciamo come una partecipazione nell'azionariato di una società quotata da parte dello stato possa influenzare positivamente la qualità delle pratiche di corporate governance adottate dalle imprese. Infatti, secondo Black et al., (2014), da una ricerca avente per oggetto il confronto tra diverse nazioni su questioni legate al governo d'impresa, il fattore che più influisce sulla qualità della corporate governance è la misura in cui lo stato partecipa nell'azionariato di un'impresa. La ricerca in questione utilizzava un indice volto a misurare il grado di adozione da parte delle società alle pratiche di corporate governance.

In accordo con questi autori, consideriamo il grado di partecipazione azionaria dello stato in una società quotata come un elemento che influenza positivamente il livello di adozione delle disposizioni relative al governo d'impresa.

H6: Le società appartenenti ai settori assicurativo e bancario, sottoposte a normative più stringenti, sono positivamente correlate ad un maggiore qualità della corporate governance

In virtù del contesto italiano, che impone una maggiore regolamentazione ai settori assicurativi e bancari, nonché per la relazione particolare tra valori di libro e valori di mercato che subiscono le società di questi settori, abbiamo introdotto in accordo con

gli studi effettuati da Klein et al., (2005) una variabile *dummy* di controllo che individua i settori assicurativo e bancario rispetto il restante insieme di settori.

H7: Esiste una correlazione positiva tra le performance aziendali ed il livello qualitativo di corporate governance.

Gran parte della letteratura in materia di corporate governance dimostra come una migliore qualità della corporate governance sia associata ad una superiore performance economica dell'azienda (Zahra e Pearce, 1989; Stiles e Taylor, 2002; La Porta et al., 2000; Black et al., 2001; Gompers et al., 2003; Cremers e Nair 2005; Durnev e Kim, 2005; Black et al., 2006; Bebchuk et al., 2009; Ammann et al., 2010). In accordo con la letteratura, si ipotizza la presenza di una correlazione positiva tra performance aziendali, misurate dal *Return on Assets*, e la qualità delle pratiche di governo societario adottate.

5.2. Il Campione oggetto di analisi

Al fine di comprendere le relazioni tra livello qualitativo di corporate governance e caratteristiche delle aziende, sono stati analizzati i documenti informativi societari presentati alle assemblee dei soci effettuate a cavallo dell'anno 2014 relative all'esercizio 2013. Tali documenti sono stati resi pubblici dalle società stesse, disponibili sia sul sito istituzionale, sia sul sito di Borsa Italiana. Per ogni società analizzata presente nel campione, al fine di determinare la qualità della corporate governance, sono stati osservati 12 differenti elementi o *practice* di governo societario. La composizione del campione viene descritta nel prosieguo, esplicitando le ragioni dell'esclusione delle società dal campione considerato.

Il campione prende in considerazione le società quotate in Italia al Mercato Telematico Azionario, il mercato borsistico regolamentato da Borsa Italiana S.p.a.. L'insieme delle società quotate viene suddiviso in ulteriori 4 sub-indici, già precedentemente descritti.

Come asserito in questa trattazione nel capitolo precedente, il panorama italiano vede un mercato finanziario ancora sottosviluppato (Barucci et al., 2005) composto in gran parte da aziende di piccole e media dimensione. L'insieme delle società quotate in borsa vede anche la partecipazione di aziende molto piccole, che non risultano sufficientemente grandi da poter giustificare l'adesione al codice di Corporate governance per le società quotate. Per tale ragione, anche qui è stato preso in considerazione l'indice FTSE Italia All Share, che esclude le società rientranti nell'indice FTSE Micro Cap (il paniere di quei titoli azionari di piccole società che non soddisfano determinati criteri di liquidità e a capitalizzazione molto bassa), in modo da avere un campione di ampiezza sufficiente ma le cui società soddisfino i requisiti dimensionali che rendono l'adozione delle disposizioni di corporate governance un costo ragionevolmente sostenibile. Dall'insieme di società che compongono l'indice FTSE Italia All Share, sono state successivamente escluse le società che hanno adottato un modello di corporate governance differente da quello tradizionale (ovvero monistico e dualistico), sia perché considerate marginali (7 su 211, ovvero lo 3,31%), sia per via delle significative differenze negli elementi misurati, tali da renderle non comparabili.

Il campione finale è stato ottenuto escludendo dall'universo di partenza (corrispondente all'indice FTSE Italia All Share), al netto delle società che utilizzano modelli di governance non "tradizionali", le società che risultano avere sede legale estera, poiché sottoposte a obblighi di *disclosure* in termini di *corporate governance* differenti (nei casi analizzati si è notata una ridotta informativa rispetto le aziende italiane) tali da determinare un'informativa insufficiente in merito agli elementi esaminati⁵.

Si è poi riscontrato, per ulteriori 34 società, difficoltà nel reperimento di alcune variabili oggetto di misurazione, o valori non significativi. In particolare, si sono verificati alcuni casi di società versanti in eccezionali condizioni di crisi, con difficoltà gestionali tali da influire in modo consistente sulla continuità aziendale. Per queste società, sono risultati non utilizzabili sia i dati di bilancio, sia informazioni legate al governo d'impresa, dovute ad un'informativa insufficiente rispetto agli

⁵ Le società di diritto estero in questione sono Tenaris, D'amico e CNH Industrial

standard suggeriti da Borsa Italiana in conseguenza al processo di *delisting*. Per altre 8 società, una volta definito il modello, sono stati rimossi dal campione in quanto definiti come *outlier*.

Il campione su cui è stata effettuata la nostra analisi empirica risulta in ultima istanza composto da 159 società; di queste, 14 società sono appartenenti ai settori Assicurativo e Bancario ovvero *Financial*, secondo la suddivisione in *Super Sector* (i sottoinsiemi degli indici principali, che raggruppano le società secondo settori di attività omogenei, anche definiti Indici Settoriali). Le rimanenti 145 società rientrano di conseguenza nel raggruppamento *Non Financial*. Questa distinzione risulta dovuta, ai nostri fini, in quanto la legislazione Italiana (come accade anche per molte altre nazioni) impone a questi due settori normative e regolamentazioni nettamente più stringenti, nonché un monitoraggio supplementare oltre che da *Consob*⁶ (l'autorità italiana che regola il mercato mobiliare nazionale) anche da Banca d'Italia, in virtù proprio della criticità e dell'importanza dei settori per la stabilità del sistema economico e finanziario. Tali diversità riguardano anche elementi del governo d'impresa, e se non considerati avrebbero invalidato i risultati della ricerca. Per questo motivo si è proceduto tenendo in considerazione le diversità dei due insiemi, introducendo nel modello una variabile di controllo, in modo da non produrre distorsioni dovute all'appartenenza o meno al sottogruppo *Financial*.

Tabella 37 Campione analizzato - Procedura di selezione, dall'Universo al campione finale

Universo, società quotate al FTSE Italia All share nel 2013	211
Società che non hanno adottato il modello di gestione e controllo "tradizionale"	7
Società con sede legale estera	3
Società con dati non disponibili	34
“outlier” ⁷	8
CAMPIONE	159

Il campione finale risulta composto da 14 società *Financial* e 145 società *Non Financial*, per un totale di 159 società (Tabella 37). La tabella successiva riepiloga il numero delle variabili indipendenti osservate (approfondite nel prosieguo del

⁶ Commissione nazionale per le società e la borsa

⁷Outlier è un termine utilizzato in statistica per definire, in un insieme di osservazioni, un valore anomalo e aberrante; un valore quindi chiaramente distante dalle altre osservazioni disponibili

capitolo), suddivise in base all'appartenenza delle società ai sottoinsiemi *Financial* e *Non Financial* (Tabella 38).

Tabella 38 Campione analizzato - numero di osservazioni per le variabili indipendenti effettuate per gli aggregati Financial e Non Financial

Suddivisione del campione	Numero di aziende analizzate	Variabili indipendenti	Numero di osservazioni per variabili indipendenti
Financial	14	7	98
Non Financial	145	7	1.015
Totale	159		1.113

Per quanto riguarda la variabile indipendente, (anch'essa approfondita successivamente, nel corso del capitolo) sono state osservate per le stesse 159 società 12 elementi di corporate governance per ognuna, per un totale di 1.908 osservazioni (Tabella 39).

Tabella 39 Campione analizzato - numero di osservazioni per la variabile dipendente effettuate per gli aggregati Financial e Non Financial

Suddivisione del campione	Numero di aziende analizzate	Elementi di corporate governance osservati per azienda	Elementi di corporate governance osservati complessivamente
Financial	14	12	168
Non Financial	145	12	1.740
Totale	159		1.908

5.3. Metodologia

In questo paragrafo vengono illustrate le metodologie statistiche utilizzate al fine di soddisfare gli obiettivi di ricerca precedentemente descritti.

5.3.1. Il modello per l'analisi della determinanti della qualità della corporate governance

Per comprendere se e in che misura determinate variabili legate alla società esaminata possono influenzare il livello di pratiche di corporate governance adottate, ci si è avvalsi del modello di regressione OLS di seguito esplicitato:

$$\text{IC\&CGindex}_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{DIMENSIONE}_i + \beta_2 \text{AMMMIN}_i + \beta_3 \text{FONDIESTERI}_i + \beta_4 \text{LEVERAGE}_i + \beta_5 \text{PERFORMANCE}_i + \beta_6 \text{STATO}_i + \beta_7 \text{SETTORE}_i + \varepsilon_i$$

Dove:

IC&CGi: è l'Internal Control e Corporate Governance index per l'impresa_i, l'indice che sintetizza il livello qualitativo delle pratiche di corporate governance adottata dalla singola società;

DIMENSIONE: rappresenta la dimensione della società_i analizzata;

AMMMIN: è una variabile che considera il numero di amministratori presenti nel consiglio di amministrazione nominati tra le liste presentate dai soci di minoranza per la società_i;

FONDIESTERI: Rappresenta il numero di fondi esteri stranieri presenti nell'azionariato della società_i in questione;

LEVERAGE: Rappresenta l'indipendenza finanziaria della società_i;

PERFORMANCE: rappresenta il livello di performance economica raggiunto dalla società_i;

STATO: Rappresenta la quantità di azioni possedute dallo stato (o tramite interposto) nella società_i;

SETTORE: è una variabile *dummy* rappresentativa del settore di appartenenza della società in questione, discriminando se la società_i è inserita tra l'insieme *Financial* o *Non Financial*;

Nel successivo paragrafo si procede ad un'esauriente approfondimento sia degli elementi che compongono la variabile dipendente sia delle modalità di calcolo delle variabili indipendenti.

5.3.1.1. Descrizione del Modello: la variabile dipendente, l'Internal Control & Corporate Governance index (IC&CG index)

Una delle metodologie più utilizzate nella letteratura internazionale per la valutazione della qualità della corporate governance, è quella basata sulla creazione di un indice in grado di sintetizzare quantitativamente tale valore.

Tali indici sono composti individuando una serie di *best practices* ufficialmente riconosciute o dalla ricerca scientifica, o dal legislatore, o dai codici di autodisciplina per le società quotate, o ancora da specifiche caratteristiche del contesto di riferimento, in ogni caso ritenute idonee per concorrere alla valutazione della corporate governance adottata da una società; queste *practices* possono essere definite come gli elementi che compongono l'indice. Una volta definita la composizione, si verifica per ogni società del campione analizzato l'adozione o meno di ogni disposizione contenuta nell'indice, secondo un approccio dicotomico. Ovvero, nel caso di un indice senza elementi ponderati, si procede ad assegnare un valore pari a 1 se l'elemento di corporate governance è stato adottato dalla società, viceversa sarà assegnato il valore 0. Successivamente, dalla somma dei valori assegnati alla singola società divisi per il numero di elementi componenti l'indice, si ottiene una sintesi quantitativa su base uno delle pratiche di corporate governance ritenute importanti adottate dalla singola società.

In numerose ricerche effettuate nel corso dell'ultimo ventennio si è utilizzato questo metodo (Black et al., 2006; 2011; 2014; Gompers et al., 2003). Uno dei vantaggi che

ha determinato la diffusione dell'utilizzo di un indice di corporate governance è appunto la possibilità di rappresentare quantitativamente il livello di adozione di molteplici previsioni di corporate governance, e quindi sintetizzare la "qualità" finale in un valore numerico.

Anche in questa ricerca è stato sviluppato un proprio indice per la misurazione della qualità della corporate governance andando a verificare l'adozione formale di specifiche disposizioni (*best practices*) ritenute di valore sia nel contesto italiano sia nell'ambito internazionale. Per fare ciò, si sono analizzati i documenti informativi pubblicati sul sito internet istituzionale, la cui redazione e pubblicazione risulta obbligatoria per le imprese quotate nel mercato regolamentato Italiano.

Un forte elemento di innovatività della ricerca consiste nell'utilizzare l'indice di misurazione della qualità della corporate governance come variabile dipendente, al fine di indagare quali sono le variabili che più lo influenzano. Tale impostazione risulta differente dai precedenti studi affrontati, in cui si utilizzava l'indice per la misurazione della qualità della corporate governance come variabile indipendente, insieme ad altre elementi che fungevano da variabili di controllo, mentre come variabile dipendente veniva utilizzata una proxy delle performance aziendali o del valore d'impresa.

L'indice proprio di questa trattazione è stato denominato "Internal Control and Corporate Governance index", poiché vuole andare a misurare la qualità del sistema di controllo interno, indagando la presenza degli organi a presidio dei controlli interni, ed in aggiunta alcuni elementi esterni. L'indice IC&CG index è composto da 12 elementi, divisi in tre sottocategorie, che ricalcano in gran parte le disposizioni in materia di governo societario la cui adozione è suggerita da Borsa Italiana S.p.a. nel documento "Il Codice di autodisciplina per le società quotate". Altre raccomandazioni sono invece proposte da organi, mercati o regolatori esteri, e sono ufficialmente riconosciute come *best practices*. La rilevazione di disposizioni anche non rientranti nel codice di autodisciplina all'interno dell'indice vuole fornire ulteriori elementi oggettivi per una misurazione della qualità della governance, cercando di superare la valutazione della *compliance* ad un adempimento normativo,

per ricercare una qualità più oggettiva a valutare l'impegno della società alla ricerca dell'eccellenza slegata dal solo contesto nazionale.

Si riconosce dunque una discrezionalità nella scelta delle disposizioni inserite a comporre l'indice, frutto di un'analisi del contesto sia normativo sia economico che storico-economico caratterizzanti l'ambiente finanziario italiano, nonché sulla base di alcuni dei principali studi effettuati sul tema della misurazione della qualità della corporate governance (Black et al., 2006; 2011; 2014; Gompers et al., 2003; Ammann 2010).

Per semplicità espositiva, l'indice è stato suddiviso in 3 categorie di elementi di corporate governance (elementi relativi al consiglio di amministrazione, elementi relativi ai sottocomitati del consiglio di amministrazione, elementi relativi agli altri organi di controllo) nella seguente Tabella 40.

Tabella 40 La composizione dell'Internal Control and Corporate Governance index

ELEMENTI DI CORPORATE GOVERNANCE INDAGATI: IC&CG index		
A	6	ELEMENTI RELATIVI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
A.1	totale = 1	Presenza nel Board di amministratori non esecutivi
	0	Board composto per meno del 50% da amministratori non esecutivi
	0,5	Board composto per più del 50% da amministratori non esecutivi
	1	Board composto per più del 80% da amministratori non esecutivi
A.2	totale = 1	Presenza nel Board di amministratori indipendenti
	0	Board composto per meno del 30% da amministratori indipendenti
	0,5	Board composto per più del 30% da amministratori indipendenti
	1	Board composto per più del 50% da amministratori indipendenti
A.3	1	Amministratore delegato non anche Presidente del consiglio
A.4	1	Presenza del Lead Independent Director
A.5	1	Presidente del consiglio di amministrazione indipendente
A.6	1	Presidente non controlla la società
B	4	ELEMENTI RELATIVI AI SOTTOCOMITATI
B.1	totale = 1	Comitato Controllo interno e Rischi
	0,33	Esistenza del comitato controllo e rischi
	0,33	Comitato controllo e rischi composto da amministratori non esecutivi
	0,33	Comitato controllo e rischi composto per almeno metà da amministratori indipendenti
B.2	totale = 1	Comitato Remunerazione
	0,165	Esistenza di un comitato adibito ad entrambe le funzioni Remunerazioni e Nomine
	0,33	Esistenza del comitato remunerazione
	0,33	Comitato remunerazione composto da amministratori non esecutivi
	0,33	Comitato remunerazione composto per almeno metà da amministratori indipendenti
B.3	totale = 1	Comitato nomine
	0,165	Esistenza di un comitato adibito ad entrambe le funzioni Remunerazioni e Nomine
	0,33	Esistenza del comitato nomine
	0,33	Comitato nomine composto da amministratori non esecutivi
	0,33	Comitato nomine composto per almeno metà da amministratori indipendenti
B.4	totale = 1	Comitato operazioni Parti Correlate
	0,33	Esistenza del comitato operazioni con parti correlate
	0,33	Comitato operazioni con parti correlate composto da amministratori non esecutivi
	0,33	Comitato operazioni con parti correlate composto per almeno metà da amministratori indipendenti
C	2	ELEMENTI RELATIVI AGLI ALTRI ORGANI DI CONTROLLO
C.1	1	La società di revisione è una delle big 4
C.2	1	Organismo di Vigilanza composto interamente da soggetti indipendenti

Per ogni elemento dell'indice Internal Control & Corporate Governance se ne è verificata, tramite l'analisi delle relazioni annuali sulla corporate governance, l'adozione o meno da parte di ogni singola società. Per 6 disposizioni (A.3, A.4, A.5,

A.6, C.1, C.2) l'eventuale adozione della previsione è stata registrata nell'indice tramite l'attribuzione:

- 1 punto se la società ha formalmente adottato la previsione di corporate governance in questione;
- 0 punti se la società non ha formalmente adottato la previsione, o non da notizie al riguardo.

Per altre 2 disposizioni riguardanti rispettivamente la percentuale di rappresentanza degli amministratori indipendenti e degli amministratori non esecutivi sul totale degli amministratori presenti nel Consiglio di Amministrazione (A.1 e A.2), si è proceduto diversamente, istituendo 2 soglie.

Nello specifico, per la disposizione A.1 si è proceduto attribuendo:

- 1 punto se la società possiede un consiglio di amministrazione composto per l'80% da consiglieri che non hanno ruoli esecutivi;
- 0.5 punti se la società possiede un Consiglio di amministrazione composto almeno per il 50% da consiglieri che non hanno ruoli esecutivi;
- 0 punti se la società possiede un Consiglio di amministrazione composto per meno del 50% da consiglieri che non hanno ruoli esecutivi.

Per la disposizione A.2 si è proceduto attribuendo:

- 1 punto se la società possiede un consiglio di amministrazione composto per l'50% da consiglieri indipendenti;
- 0.5 punti se la società possiede un Consiglio di amministrazione composto per il 30% da consiglieri indipendenti;
- 0 punti se la società possiede un Consiglio di amministrazione composto per meno del 30% da consiglieri indipendenti.

Per le disposizioni B.1 e B.4 riguardanti rispettivamente l'esistenza e le caratteristiche di composizione dei membri del comitato Controllo interno e gestione dei Rischi e del comitato per le operazioni con parti correlate, si è proceduto

assegnando 0.33 punti per ogni elemento rilevato relativo al sottocomitato in questione, per un massimo di 1 punto attribuito totale.

Un procedimento simile è stato successivamente utilizzato per le restanti disposizioni B.2 e B.3, relative all'esistenza ed alla composizione del comitato per le nomine e del comitato per la remunerazione, tuttavia aggiungendo l'eventualità (riscontrata in 61 società) in cui per la società sia stato costituito un solo comitato cui vengono demandate le funzioni di comitato nomine e comitato remunerazione. Per tale situazione si è deciso di assegnare solo la quantità di 0.165 punti (1/2 del punteggio pieno di 0,33 punti) in modo da valutare con un punteggio più alto le società che hanno istituito due differenti comitati. Si è proceduto anche qui assegnando 0.33 punti per ogni ulteriore elemento rilevato relativo al sottocomitato in questione, per un massimo di 1 punto attribuito totale (0.825 di punteggio massimo per disposizione, nel caso di un solo comitato per entrambe le funzioni nomine e remunerazione).

L'adozione o meno di ogni singola disposizione dell'indice è stata rilevata manualmente, estrapolando l'informazione dalla relazione sulla corporate governance.

L'indice Internal Control & Corporate Governance può inoltre essere rappresentato nel seguente modo:

$$\text{IC\&CG index}_i = \sum_{j=1} dj$$

dove:

- **dj** = 0 nel caso in cui, per gli elementi A.3, A.4, A.5, A.6, C.1, C.2 la previsione di corporate governance non è formalmente adottata, oppure nel caso citato relativo all'elemento A.1, quando la composizione del consiglio di amministrazione non vede la partecipazione di amministratori non esecutivi pari ad almeno il 50%, o ancora nel caso citato relativo all'elemento A.2,

quando la composizione del consiglio di amministrazione non vede la partecipazione di amministratori indipendenti pari ad almeno il 30%. O ancora per i citati casi B.1, B.2, B.3, B.4, nel caso non siano stati istituiti per ciascuna disposizione i relativi comitati;

- **dj** = 0,165 relativo agli elementi B.2 e B.3, nel caso sia istituito un solo comitato per la funzione nomine e remunerazioni;
- **dj** = 0,33 relativo agli elementi B.1, B.2, B.3, B.4 nel caso il comitato cui si riferisce la disposizione sia stato istituito con una funzione univoca;
- **dj** = 0,495 relativo agli elementi B.2 e B.3, nel caso sia istituito un solo comitato per la funzione nomine e remunerazioni, ed il comitato sia composto interamente da amministratori non esecutivi;
- **dj** = 0,5 nel caso relativo l'elemento A.1 se il CdA sia composto per più del 50% da amministratori non esecutivi e per l'elemento A.2, nel caso il CdA sia composto per più del 30% da amministratori indipendenti;
- **dj** = 0,66 relativo agli elementi B.1, B.2, B.3, B.4 nel caso il comitato cui si riferisce la disposizione sia stato istituito con una funzione univoca e sia composto interamente da amministratori non esecutivi;
- **dj** = 0,825 relativo agli elementi B.2 e B.3, nel caso sia istituito un solo comitato per la funzione nomine e remunerazioni, ed il comitato sia composto interamente da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti;
- **dj** = 1 nel caso in cui, per gli elementi A.3, A.4, A.5, A.6, C.1, C.2 la previsione di corporate governance è formalmente adottata, oppure nel caso citato relativo all'elemento A.1, quando la composizione del consiglio di amministrazione vede la partecipazione di amministratori non esecutivi pari ad almeno l'80%, o ancora nel caso citato relativo all'elemento A.2, quando la composizione del consiglio di amministrazione vede la partecipazione di amministratori indipendenti pari ad almeno il 50%. O ancora per gli elementi B.1, B.2, B.3, B.4, nel caso siano stati istituiti per ciascuna disposizione i relativi comitati con una funzione univoca, se composti interamente da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti;

Per contestualizzare l'indice qui presentato, si fornisce nella successiva un riepilogo della provenienza di ciascuna disposizione ivi introdotta. Si propone nella Tabella 41

una riconciliazione tra gli elementi che compongono l'indice e, da una parte quelli oggetto di indagine nella ricerca scientifica internazionale, dall'altra quelli previsti da 3 fonti normative ufficialmente riconosciute che operano nel campo della corporate governance. Le tre fonti normative sono rispettivamente:

- Il codice di autodisciplina per le società quotate emanato da Borsa Italiana S.p.a. nel 2011, di cui è suggerita l'adozione per le società quotate in Italia (precedentemente citato nel capitolo 2);
- I *Global Governance Principles* sviluppati dall'International Corporate Governance Network, associazione no profit per la promozione di standard di corporate governance efficaci per lo sviluppo di mercati efficienti in tutto il mondo;
- I *Corporate governance Principles* emanati dall'ASX, l'Australian Stock Exchange, adottati dalle aziende quotate alla borsa australiana.

Da tale confronto si può notare come tutte le disposizioni inserite nell'indice trovino riscontro da parte di almeno una delle fonti considerate. Solo per la disposizione A.1.1 non si trova un riscontro ufficiale. Tale elemento è stato introdotto, Si precisa però che tale soglia dell'80% (in riferimento sempre agli amministratori non esecutivi) è stata rilevata come valore medio per le società quotate all'Australian Stock Exchange. Si è scelto di introdurre tale disposizione come *best practice* nell'indice sviluppato al fine di predisporre, all'interno della disposizione A.1, una soglia per individuare le società più virtuose nell'utilizzo di amministratori non esecutivi. Per il punto C.1, che trova riscontro solamente nella ricerca scientifica (ovviamente), è inserito in nota lo studio che sposa questa tesi (Al-Malkawi et al., 2013), inserendo nel proprio indice di corporate governance la medesima disposizione. Per la disposizione C.2. si riporta il testo del codice di autodisciplina emanato nel 2011, secondo cui: *“Il quadro degli attori del sistema dei controlli è completato dal collegio sindacale, che rappresenta il vertice del sistema di vigilanza di un emittente. Nell'ambito di una razionalizzazione del sistema dei controlli, gli emittenti valutano l'opportunità di attribuire al collegio sindacale le funzioni di organismo di vigilanza ex d.lgs. 231/2001”*. Secondo il Codice, è possibile attribuire

il ruolo dell'organismo di vigilanza al collegio sindacale, i cui membri sono tenuti a soddisfare i requisiti di indipendenza.

Tabella 41 Individuazione delle fonti normative nell'ambito della corporate governance che contengono le disposizioni utilizzate per la composizione dell'indice IC&CGindex

ELEMENTI DI CORPORATE GOVERNANCE INDAGATI: IC&CG index		Codice autodisciplina	ICGN GGP	ASX CGP	Ricerche internazionali
A	ELEMENTI RELATIVI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE				
A.1	Presenza nel Board di amministratori non esecutivi:				
A.1.1	Board composto per meno del 50% da amministratori non esecutivi		x	x	x
A.1.2	Board composto per più del 50% da amministratori non esecutivi		x	x	x
A.1.3	Board composto per più del 80% da amministratori non esecutivi				
A.2	Presenza nel Board di amministratori indipendenti:				
A.2.1	Board composto per meno del 30% da amministratori indipendenti	x	x	x	x
A.2.2	Board composto per più del 30% da amministratori indipendenti	x	x	x	x
A.2.3	Board composto per più del 50% da amministratori indipendenti			x	x
A.3	Amministratore delegato non anche Presidente del consiglio	x	x		x
A.4	Presenza del Lead Independent Director	x	x		x
A.5	Presidente del consiglio di amministrazione indipendente		x	x	x
A.6	Presidente non controlla la società		x	x	x
B	ELEMENTI RELATIVI AI SOTTOCOMITATI				
B.1	Comitato Controllo interno e Rischi:				
B.1.1	Esistenza del comitato controllo e rischi	x	x	x	x
B.1.2	CCI&GR composto per almeno metà da amministratori indipendenti	x	x	x	x
B.1.3	Comitato controllo e rischi composto da amministratori non esecutivi	x	x	x	x
B.2	Comitato Remunerazione				
B.2.1	Esistenza del comitato remunerazione	x	x	x	x
B.2.2	Comitato remunerazione composto per almeno metà da amministratori indipendenti	x	x	x	x
B.2.3	Comitato remunerazione composto da amministratori non esecutivi	x	x	x	x
B.3	Comitato nomine				
B.3.1	Esistenza del comitato nomine	x	x	x	x
B.3.2	Comitato nomine composto per almeno metà da amministratori indipendenti	x	x	x	
B.3.3	Comitato nomine composto da amministratori non esecutivi	x	x	x	
B.4	Comitato operazioni Parti Correlate				
B.4.1	Esistenza del comitato operazioni con parti correlate	x	x		
B.4.2	Comitato operazioni con parti correlate composto per almeno metà da amministratori indipendenti	x	x		
B.4.3	Comitato operazioni con parti correlate composto da amministratori non esecutivi	x	x		
C	ELEMENTI RELATIVI AGLI ALTRI ORGANI DI CONTROLLO				
C.1	La società di revisione è una delle big 4				x ⁸
C.2	Organismo di Vigilanza composto interamente da soggetti indipendenti	x ⁹			

⁸ Come effettuato nella ricerca di Al-Malkawi et Al. (2013)

⁹ Nel codice di autodisciplina per le società quotate del 2011 si fa riferimento indirettamente ad un auspicio per una composizione totalmente indipendente dell'organismo di vigilanza, in quanto:

5.3.1.2. Descrizione del Modello: le variabili indipendenti

Per le variabili indipendenti utilizzate nel modello, al fine di comprendere quali potrebbero essere le specifiche determinanti societarie impattanti sulla qualità della corporate governance adottata, sono stati utilizzati dati provenienti da molteplici banche dati. Dalla banca dati *Aida - Bureau van Dijk* sono stati estratti i dati sui valori di bilancio registrati nel 2013, relativi alle performance aziendali (reddito operativo, indebitamento finanziario, oneri finanziari, totale passivo e fatturato).

Dalle banche dati gestite da Consob, sono stati invece estratti i dati relativi all'azionariato (considerato al 31/12/2013) sia in merito alla variabile numero di fondi stranieri, nonché per la percentuale di partecipazione statale. Per quanto riguarda i dati relativi al numero di amministratori del consiglio di amministrazione eletti dagli azionisti di minoranza, questi sono stati estrapolati dall'analisi manuale delle relazioni annuali sulla corporate governance.

$$\text{IC\&CG index}_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{ DIMENSIONE}_i + \beta_2 \text{ AMMIN}_i + \beta_3 \text{ FONDIESTERI}_i + \beta_4 \text{ LEVERAGE}_i + \beta_5 \text{ PERFORMANCE}_i + \beta_6 \text{ STATO}_i + \beta_7 \text{ SETTORE}_i + \varepsilon_i$$

- La variabile *Dimensione* si riferisce appunto alla dimensione aziendale di ogni singola impresa, espressa considerando il valore totale dei ricavi rilevato alla chiusura dell'esercizio 2013. Tale valore è stato poi trasformato in logaritmo naturale, in quanto per variabili i cui valori che rappresentano un insieme molto ampio di grandezze ordinate, è preferibile una rappresentazione logaritmica al fine di poter meglio analizzare le variazioni relative (a scapito di quelle assolute).

“Nell'ambito di una razionalizzazione del sistema dei controlli, gli emittenti valutano l'opportunità di attribuire al collegio sindacale le funzioni di organismo di vigilanza ex d.lgs. 231/2001.”

- La variabile *Ammmin* indica il numero di amministratori, all'interno del consiglio di amministrazione, che sono stati eletti dalle liste presentate dai soci di minoranza. Tale valore è espresso in valore assoluto.
- La variabile *Fondiesteri* si riferisce al numero in valore assoluto di fondi stranieri che possiedono una quota significativa (superiore al 2%) del totale delle azioni della società.
- La variabile *Leverage* misura la dipendenza della società dall'indebitamento finanziario, espresso come rapporto tra l'ammontare dei debiti finanziari sul totale attivo.
- La variabile *Stato* si riferisce al valore percentuale delle azioni della società possedute dallo stato, sul totale delle azioni emesse.
- La variabile *Settore* è una variabile *dummy* che indica il tipo di macro-settore in cui l'azienda afferisce. In particolare, si distingue tra società che operano nell'ambito Finanziario o *Financial* (come già esplicitato, comprende le aziende dei settori assicurativo e bancario) cui viene assegnato il valore di 1, mentre tutte le altre società, identificate come Non Finanziario o *Non Financial* viene assegnato il valore di 0.
- La variabile *Performance* rappresenta la performance economica registrata dall'impresa, sintetizzata dal *Return on Assets* o *ROA*, ottenuto rapportando il reddito operativo al totale attivo.

Tabella 42 Tabella riassuntiva delle modalità di calcolo delle variabili oggetto del modello di regressione

Variabile	Descrizione variabile
IC&CG index	Indice sviluppato nella ricerca precedentemente descritto
Dimensione	Calcolata come trasformazione in logaritmo naturale del totale Ricavi della società
Ammin	Numero di amministratori di minoranza all'interno del CdA, secondo la relazione sulla Corporate Governance emanata
Fondiesteri	Numero di fondi di investimento esteri che detengono al 31-12-2013 una partecipazione nel capitale di rischio superiore al 2%
Leverage	Rapporto di indebitamento calcolato come Totale Debiti finanziari/Totale Attività
Performance	Calcolata attraverso il Return on <i>Assets</i> , ovvero rapportando: Reddito Operativo/Totale Attivo
Stato	Percentuale di proprietà detenuta dalla Pubblica Amministrazione
Settore	Variabile <i>dummy</i> : 1 se Financial (Assicurazioni e Banche) 0 se Non Financial

5.3.1.3. Test di Multicollinearità

Per l'effettuazione di una regressione tramite modello OLS risulta condizione necessaria per l'accettazione del modello la verifica di non esistenza della collinearità. Questo poiché, nel caso sia presente, si verificherebbe la situazione per cui una variabile tende a risultare combinazione lineare delle altre variabili, rendendo la matrice non invertibile e causando l'impossibilità di procedere alla stima del modello.

Per tali ragioni si sono effettuati i test di multicollinearità, utilizzando i due metodi di:

- Calcolare la matrice di correlazione Bravis - Pearson per le variabili del modello di regressione lineare impostato, osservandone i valori dei coefficienti. Da tali osservazioni si può poi individuare una correlazione diretta (o analogamente inversa) nei casi:
 - Se $0 < \rho_{XY} < 0,2$ si ha correlazione molto debole, quasi inesistente;
 - Se $0,2 < \rho_{XY} < 0,4$ si ha correlazione debole, appena apprezzabile;
 - Se $0,4 < \rho_{XY} < 0,6$ si ha correlazione moderata, apprezzabile;
 - Se $0,6 < \rho_{XY} < 0,8$ si ha correlazione elevata, intensa;
 - Se $\rho_{XY} > 0,8$ si ha correlazione forte, molto intensa;
- Calcolo dei *Variance Inflation Factors* (VIF), o fattore di inflazione della varianza per ognuno dei regressori del modello. L'indice VIF suggerisce la misura in cui una variabile esplicativa risulti condizionata dalle altre variabili dell'equazione. In caso di valori VIF elevati, si può essere in presenza di una condizione di multicollinearità, tuttavia, è da sottolineare come la presenza di valori elevati non determina inequivocabilmente una multicollinearità.

Con queste premesse, si propone nella successiva Tabella 43 la rappresentazione della matrice Bravis - Pearson, nonché nella Tabella 44 i valori VIF assunti dalle diverse variabili indipendenti inserite nel modello di regressione lineare.

Tabella 43 Coefficiente di correlazione tra variabili (Pearson)

Correlazione di Pearson								
	IC&CG index	Dimensione	Ammmin	Fondiesteri	Leverage	Performance	Stato	Settore
IC&CG index	1							
Dimensione	0,425**	1						
Ammmin	0,286**	0,241**	1					
Fondiesteri	0,341**	0,327**	0,152	1				
Leverage	0,011	-0,190*	-0,026	-0,157*	1			
Performance	-0,056	0,279**	0,092	0,139	-0,075	1		
Stato	0,218**	0,210**	0,343**	-0,063	-0,078	0,104	1	
Settore	0,195*	0,293**	0,104	0,010	-0,080	-0,054	0,087	1

** La correlazione è significativa a livello 0,01 (a due code).

* La correlazione è significativa a livello 0,05 (a due code).

A commento delle tabelle precedentemente esposte, si osserva come per le variabili del modello di regressione lineare non si evidenzino nella correlazione di Bravis - Pearson valori per i coefficienti superiori allo 0,425 tra una variabile indipendente e la variabile dipendente, e non superiori allo 0,343 tra variabili indipendenti, ovvero non risultano valori indicanti una correlazione almeno moderata o apprezzabile tra variabili indipendenti ($>0,4$). Ciò ad indicare la bontà del modello implementato e la mancanza di una correlazione significativa tale da invalidarne l'autorevolezza.

In particolare, l'indice sviluppato in questa ricerca IC&CGindex, presenta un coefficiente di correlazione lineare r positivo e significativo nei confronti delle variabili Dimensione, Ammmin, Fondiesteri, Performance, Stato e Settore. Si rileva una correlazione significativa ma meno intensa con la variabile Leverage, mentre non si registra una correlazione significativa rispetto alla variabile Performance.

Per le variabili Dimensione, Ammmin, Fondiesteri e Stato si riscontra una correlazione positiva significativa al livello 0,01, mentre per la variabile Settore, la correlazione è risultata significativa al livello 0,05.

Tra le variabili indipendenti (escludendo dunque la variabile dipendente IC&CGindex) il valore r di correlazione maggiore è stato riscontrato tra le variabili Stato e Ammmin, con una correlazione dello 0,343, mentre tra le variabili Fondiesteri e Dimensione il valore si è attestato a 0,327, per entrambi i valori la significatività si è attestata al livello 0,001. Tutte le altre variabili sono risultate tra loro correlate per un valore r inferiore a 0,3, decretando una correlazione debole, non apprezzabile (Tabella 44).

Tabella 44 Calcolo dei VIF per le variabili indipendenti del modello di regressione lineare

	Tolleranza	VIF
Dimensione	0,681	1,469
Ammmin	0,825	1,212
Fondiesteri	0,831	1,203
Leverage	0,945	1,058
Performance	0,899	1,112
Stato	0,799	1,251
Settore	0,849	1,177
Media	0,833	1,212

A commento invece della tabella rappresentante i valori degli indicatori VIF, si evince come solo la variabile dimensione abbia un valore leggermente elevato, che tuttavia non è ritenuto eccessivo. Gli altri valori sono tutti molto approssimativi al valore ideale di 1, con una media per le sette variabili considerate di 1,212, anch'esso un valore molto vicino a quello ideale. Non sono infine stati rilevati per l'indice VIF valori superiori a 1,47.

5.3.1.4. Test di Autocorrelazione

Nell'ambito delle regressioni lineari effettuate su serie temporali, si può avere un fenomeno di autocorrelazione temporale, a causa dell'inerzia o della stabilità dei valori osservati per cui ogni valore è influenzato da quello precedente e determina in parte rilevante quello successivo.

Il modello utilizzato in questa ricerca non è stato sottoposto ai test di autocorrelazione in quanto non sono state utilizzate serie storiche di dati, ma sono stati presi in considerazione solo valori riferiti all'esercizio 2013 per la regressione lineare.

Con questa premessa si ritiene dunque non necessaria l'effettuazione di ulteriori approfondimenti sul tema.

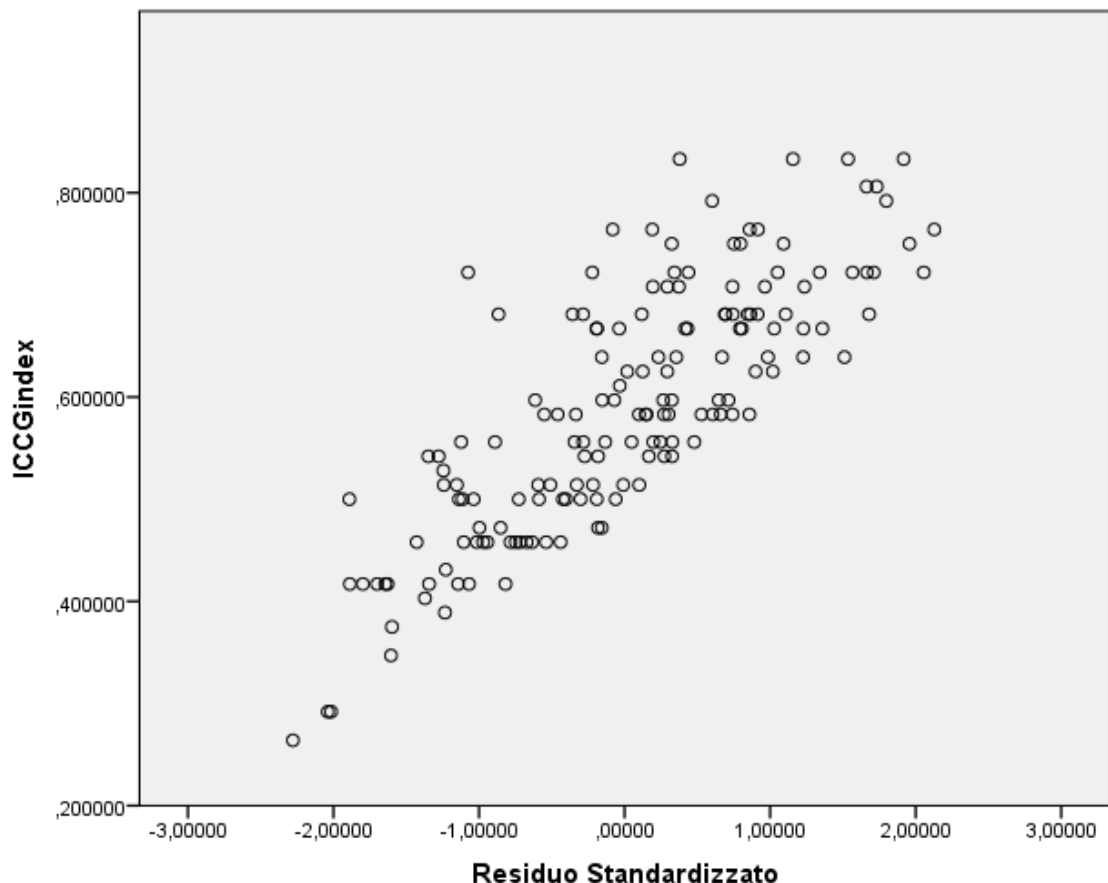
5.3.1.5. Test di Eteroschedasticità

Per quanto concerne la questione dell'eteroschedasticità, tale problema risulta particolarmente rilevante nell'ambito dell'analisi di regressione, in quanto potrebbe generare il venir meno di alcune delle ipotesi sottostanti il modello. Si ribadisce il concetto espresso nel paragrafo precedente, per cui non sono state utilizzate serie storiche di rendimenti di titoli azionari (in quanto l'eteroschedasticità è una nota proprietà delle serie storiche dei rendimenti dei titoli azionari, per cui periodi di

elevata volatilità sono seguiti da periodi di volatilità relativamente modesta, detti anche raggruppamenti di volatilità).

Si procede poi fornendo il grafico a dispersione (Figura 8) che individua nei punti le società del campione analizzato, dove sull'asse delle ascisse è rappresentato il residuo standardizzato (ottenuto sottraendo al valore osservato al media, e dividendo per la deviazione standard), sull'asse delle ordinate è rappresentato il nostro indice IC&CG index. Analizzando la dispersione dei punti rappresentanti gli elementi del campione, possiamo notare come i punti si dispongano in modo da formare un unico insieme, senza raggrupparsi in due o molteplici insiemi.

Figura 8 Grafico a dispersione per le società del campione del modello di regressione oggetto della trattazione, dove sull'asse X è rappresentato il residuo Standardizzato, sull'asse Y è rappresentato l'indice sviluppato nella ricerca l'IC&CG index.



5.4. Statistica descrittiva

Nel presente paragrafo, al fine di comprendere al meglio il campione che sarà oggetto di analisi, si presentano le principali statistiche di carattere descrittivo sulle variabili oggetto della ricerca.

Per quanto riguarda la principale variabile oggetto di studio nel presente lavoro, l'Internal Control & Corporate Governance index, che fornisce una misura della qualità della corporate governance adottata da ogni singola società, si effettua di seguito l'analisi della statistica descrittiva. Le analisi successive si riferiscono alle 159 società del campione, per cui sono fornite le statistiche relative ai 12 elementi che compongono l'indice stesso.

Sono esposti nelle seguenti Tabella 45, Tabella 46 e Tabella 47 i valori riferiti alla media, alla mediana, alla deviazione standard, nonché alla varianza ed i valori minimo e massimo rispettivamente per le società dell'aggregato *Non Financial*, per le società dell'aggregato *Financial* e per le società del campione viste nella loro totalità .

Tabella 45 IC&CG index, statistiche descrittive per i singoli elementi dell'indice relativo al totale delle 145 società Non Financial del campione

ELEMENTI DI CORPORATE GOVERNANCE INDAGATI: IC&CG index		N.	Minimo	Massimo	Media	Mediana	Deviazione standard	Varianza	Valore massimo possibile
A	ELEMENTI RELATIVI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE								
A.1	Presenza nel Board di amministratori non esecutivi	145	0	1	0,6138	0,5	0,2871	0,0824	1
A.2	Presenza nel Board di amministratori indipendenti	145	0	1	0,5103	0,5	0,3558	0,1266	1
A.3	Amministratore delegato non anche Presidente del consiglio	145	0	1	0,6483	1	0,4792	0,2296	1
A.4	Presenza del Lead Independent Director	145	0	1	0,5103	1	0,5016	0,2516	1
A.5	Presidente del consiglio di amministrazione indipendente	145	0	1	0,0483	0	0,2151	0,0463	1
A.6	Presidente non controlla la società	145	0	1	0,4552	0	0,4997	0,2497	1
B	ELEMENTI RELATIVI AI SOTTOCOMITATI								
B.1	Comitato Controllo interno e Rischi	145	0	1	0,9562	1	0,1768	0,0313	1
B.2	Comitato Remunerazione	145	0	1	0,8470	1	0,2594	0,0673	1
B.3	Comitato nomine	145	0	1	0,4149	0	0,4312	0,1860	1
B.4	Comitato operazioni Parti Correlate	145	0	1	0,2597	0	0,4382	0,1920	1
C	ELEMENTI RELATIVI AGLI ALTRI ORGANI DI CONTROLLO								
C.1	La società di revisione è una delle big 4	145	0	1	0,8621	1	0,3460	0,1197	1
C.2	Organismo di Vigilanza composto interamente da soggetti indipendenti	145	0	1	0,8483	1	0,3600	0,1296	1
IC&CG index aggregato società Non Financial		145	0,2639	0,8333	0,5812	0,5833	0,1232	0,0152	1

Tabella 46 IC&CG index, statistiche descrittive per i singoli elementi dell'indice relativo al totale delle 14 società Financial del campione

ELEMENTI DI CORPORATE GOVERNANCE INDAGATI: IC&CG index		N.	Minimo	Massimo	Media	Mediana	Deviazione standard	Varianza	Valore massimo possibile
A	ELEMENTI RELATIVI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE								
A.1	Presenza nel Board di amministratori non esecutivi	14	0,5	1	0,75	0,75	0,2594	0,0673	1
A.2	Presenza nel Board di amministratori indipendenti	14	0	1	0,5	0,5	0,3397	0,1154	1
A.3	Amministratore delegato non anche Presidente del consiglio	14	0	1	0,9286	1	0,2673	0,0714	1
A.4	Presenza del Lead Independent Director	14	0	1	0,0714	0	0,2673	0,0714	1
A.5	Presidente del consiglio di amministrazione indipendente	14	0	1	0,0714	0	0,2673	0,0714	1
A.6	Presidente non controlla la società	14	0	1	0,8571	1	0,3631	0,1319	1
B	ELEMENTI RELATIVI AI SOTTOCOMITATI								
B.1	Comitato Controllo interno e Rischi	14	0	1	0,8333	0,9999	0,3396	0,1154	1
B.2	Comitato Remunerazione	14	0,5	1	0,8928	0,9999	0,1548	0,0240	1
B.3	Comitato nomine	14	0	1	0,7261	0,7499	0,2582	0,0667	1
B.4	Comitato operazioni Parti Correlate	14	0	1	0,6428	0,9999	0,4972	0,2472	1
C	ELEMENTI RELATIVI AGLI ALTRI ORGANI DI CONTROLLO								
C.1	La società di revisione è una delle big 4	14	1	1	1	1	0	0	1
C.2	Organismo di Vigilanza composto interamente da soggetti indipendenti	14	0	1	0,7143	1	0,4688	0,2198	1
IC&CG index aggregato società FINANCIAL		14	0,5139	0,7916	0,6656	0,6805	0,0881	0,0078	1

Tabella 47 IC&CG index, statistiche descrittive per i singoli elementi dell'indice relativo al totale delle 159 società del campione

ELEMENTI DI CORPORATE GOVERNANCE INDAGATI: IC&CG index		N.	Minimo	Massimo	Media	Mediana	Deviazione standard	Varianza	Valore massimo possibile
A	ELEMENTI RELATIVI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE								
A.1	Presenza nel Board di amministratori non esecutivi	159	0	1	0,6258	0,5	0,2867	0,0822	1
A.2	Presenza nel Board di amministratori indipendenti	159	0	1	0,5094	0,5	0,3534	0,1249	1
A.3	Amministratore delegato non anche Presidente del consiglio	159	0	1	0,6730	1	0,4706	0,2215	1
A.4	Presenza del Lead Independent Director	159	0	1	0,4717	0	0,5008	0,2508	1
A.5	Presidente del consiglio di amministrazione indipendente	159	0	1	0,0503	0	0,2193	0,0481	1
A.6	Presidente non controlla la società	159	0	1	0,4906	0	0,5015	0,2515	1
B	ELEMENTI RELATIVI AI SOTTOCOMITATI								
B.1	Comitato Controllo interno e Rischi	159	0	1	0,9454	1	0,1980	0,0392	1
B.2	Comitato Remunerazione	159	0	1	0,8511	1	0,2520	0,0635	1
B.3	Comitato nomine	159	0	1	0,4423	0,6666	0,4276	0,1828	1
B.4	Comitato operazioni Parti Correlate	159	0	1	0,2935	0	0,4552	0,2072	1
C	ELEMENTI RELATIVI AGLI ALTRI ORGANI DI CONTROLLO								
C.1	La società di revisione è una delle big 4	159	0	1	0,8742	1	0,3327	0,1107	1
C.2	Organismo di Vigilanza composto interamente da soggetti indipendenti	159	0	1	0,8365	1	0,3710	0,1376	1
IC&CG index		159	0,2639	0,8333	0,5886	0,5833	0,1227	0,0151	1

Commentando le statistiche descrittive esposte nelle precedenti tabelle, relative alla variabile dipendente IC&CGindex, possiamo immediatamente notare come, per tutto il campione, il valore medio raggiunto dall'IC&CG index sia di 0,5886.

Il livello di qualità delle *practices* di corporate governance adottate calcolato tramite l'indice è risultato attestarsi ad un valore medio inferiore per il sottogruppo di società identificate come *Non Financial*, pari allo 0,5812, in contrapposizione al valore delle società *Financial*, che hanno invece registrato un valore di 0.6656. È stata adottata quindi una maggior qualità diffusa di corporate governance per le società appartenenti ai settori assicurativo e bancario.

Per l'indice IC&CG index, il valore minimo è stato conseguito da una società del sottogruppo Non Financial, attestandosi allo 0,2639, mentre il valore minimo conseguito dal sottogruppo Financial è risultato molto superiore, pari al 0,5139.

Sempre per l'indice IC&CG index, il valore massimo è stato conseguito da una società del sottogruppo Financial, attestandosi allo 0,8333, mentre il valore massimo conseguito dal sottogruppo Non Financial è risultato di poco inferiore, pari allo 0,7916.

I valori mediani conseguiti dai due sottogruppi per l'indice analizzato IC&CG index evidenziano le differenze tra i due agglomerati, in quanto le società Non Financial registra un valore mediano di 0,5833 mentre le società Financial registrano un valore mediano di 0,6805.

Inoltre, dai dati esposti nelle precedenti tabelle si evince inoltre come in circa il 33% delle 159 società del campione, si trovi in carica un presidente che ricopre anche il ruolo di CEO (in quanto assumendo il valore o 0 in caso il CEO sia anche il presidente del CdA, 1 viceversa, la media rappresenta la percentuale con cui il le società rispettano la disposizione), mentre nel 51% dei casi il presidente risulta in possesso di un pacchetto azionario di maggioranza.

Per il campione analizzato separando le società *Financial* e *Non Financial*, vede per le prime una situazione di maggior separazione delle cariche, in quanto solo nel 7% dei casi il presidente risulta anche Amministratore Delegato della società (in

contrasto con un dato del 35,5% relativo alle società Non Financial) e solo per il 14% dei casi per il Presidente del CdA è anche il soggetto che controlla l'emittente (in contrasto con un 54% circa delle società Non Financial, che vedono quindi per la maggioranza dei casi una sovrapposizione della carica di presidente e proprietario). A fronte di questa situazione, si verifica la presenza del Lead Independent Director solo nel 47% delle 159 società. Per le società definite Non Financial, la percentuale si alza al 51%, mentre per la parte del campione che comprende le società Financial, tale percentuale scende al solo 7% (in virtù del fatto che per queste società risulta più rara la sovrapposizione della carica di CEO e presidente, per cui il codice di autodisciplina prevede l'istituzione della figura del Lead Independent Director).

Per le 159 società del campione totale, solo nel 5% circa delle società risulta in carica come presidente del consiglio di amministrazione un consigliere indipendente. Tale percentuale risulta di poco inferiore per il sottogruppo del campione Non Financial, attestandosi al 4,8%, mentre per il gruppo Financial si attesta al 7,1%.

Tabella 48 Statistiche descrittive relative alle variabili per tutto il campione analizzato

Statistiche descrittive							
	N	Minimo	Massimo	Media	Mediana	Deviazione std.	Varianza
IC&CG index	159	0,264	0,8333	0,5899	0,5830	0,1212	0,015
Dimensione	159	0,6931	11,6500	6,0661	5,9300	2,1472	4,6110
Ammmin	159	0	8	0,7358	0	1,2193	1,4870
Fondiesteri	159	0	7	0,9623	1	1,1740	1,3780
Leverage	159	0	1,7168	0,3446	0,3102	0,2557	0,0650
Performance	159	-0,6892	0,3017	0,1421	0,0252	0,0927	0,0090
Stato	159	0	0,6498	0,0363	0	0,1180	0,0140
Settore	159	0	1	0,0881	0	0,2842	0,0810

A commento delle statistiche descrittive relative invece alle variabili indipendenti, la

Tabella 48 riporta i valori registrati dai regressori. Tralasciando i commenti per le statistiche descrittive per l'IC&CGindex già precedentemente viste, possiamo subito notare i valori minimo e massimo della variabile dimensione, rispettivamente 0,6931 e 11,6500. Ovviamente, questi due valori si riferiscono alla trasformazione in logaritmo naturale del valore totale dei ricavi. Come già enunciato, tale trasformazione si è resa necessaria in virtù della grande variabilità della voce in questione, che se non trasformata avrebbe influito sulla significatività *in primis* della variabile e successivamente del modello (i valori minimo e massimo del totale ricavi registrato per le 159 società del campione, senza la trasformazione in logaritmo naturale, sono risultati rispettivamente 1 milione di Euro e 115.482 milioni di Euro).

Si può poi notare dalla Tabella 48 come per la variabile Ammin che considera il numero di amministratori eletti dalle minoranze azionarie all'interno del CdA, il valore massimo registrato è stato di 8 consiglieri di minoranza in carica, mentre per il 58% delle 159 società del campione non sono stati eletti consiglieri su nomina dalle minoranze (93 società).

Proseguendo nelle considerazioni, per la variabile Fondiesteri che individua la presenza nell'azionariato della società di un fondo d'investimento straniero con una partecipazione superiore al 2%, il numero massimo registrato per le 159 società del campione è stato pari a 7 (registrato da una sola società). Per ben 69 società invece, non si è riscontrata la presenza di alcun investitore straniero nell'azionariato (con una partecipazione superiore al 2%), registrando un valore per la variabile considerata di 0. Il valore medio per la variabile Fondiesteri è risultato pari a 0,9623 ed il valore mediano pari ad 1.

Passando al commento della variabile *Leverage*, si segnala che 2 società non risultano aver fatto ricorso all'indebitamento finanziario. Ciò ha determinato un valore della variabile *Leverage* pari a 0. Il valore massimo registrato ha visto un peso dell'indebitamento finanziario sul totale passivo del 171%. Tale valore (che teoricamente non dovrebbe superare il 100%), non è errato, ma bensì reso possibile

dal fatto che la società possiede un patrimonio netto negativo. Il patrimonio netto negativo è stato riscontrato per 8 società del campione, ma ha portato ad un valore della variabile Leverage superiore ad 1 (quindi superiore al 100%) in soli 4 casi. Tali società osservate non sono state considerate *outlier* in quanto il periodo di crisi congiunturale appena terminato ha condizionato tutte le imprese (anche quelle quotate qui oggetto di analisi), e visto il numero significativo di casi non si è ritenuto opportuno considerare tali situazioni come distorsive.

Per il totale delle 159 società si è riscontrato un peso medio dei debiti finanziari sul totale passivo pari 34,46%, ed un valore mediano del 31%.

Per quanto riguarda la variabile Performance, è stato già affrontato il modo in cui tale variabile è calcolata, ovvero rapportando l'EBIT al Totale attivo di Stato Patrimoniale. Per le 159 società del campione si sono registrati valori medi di ROA compresi tra un valore minimo negativo di 0,6892 (ovvero un reddito operativo negativo pari al 69% del totale attivo), ad un valore massimo positivo per 0,3017. Ovviamente, questi risultano valori estremi, in quanto il valore medio si attesta ad un più sobrio 0,1421 mentre il valore mediano risulta pari a 0,0252. A conferma di come i valori minimo e massimo siano valori estremi rispetto al resto del campione, la varianza, che risulta assumere un valore pari a 0,009, a significare il basso discostamento quadratico rispetto alla media aritmetica. Il valore della varianza della variabile Performance si conferma il valore più basso registrato tra tutte i regressori analizzati in questo lavoro.

Arrivando alla penultima variabile, relativa alla quota di partecipazione dello Stato nelle aziende quotate, possiamo individuare come il valore minimo assunto sia ovviamente pari a zero, valore assunto dalla variabile in tutte le società che non vedono lo stato detenere una partecipazione significativa superiore al 2%. Il valore massimo assunto invece dalla variabile, si attesta allo 0,6498 (ovvero una partecipazione del 65% circa in una società), stante ad indicare come per la società in questione lo Stato sia il principale azionista, detenendone la maggioranza assoluta dei voti. Tale situazione si verifica solamente per 5 società, mentre per 12 società delle 159 del campione, lo stato detiene una partecipazione superiore al 30%. Infine,

lo stato risulta partecipare in 19 società delle 159 rientranti nel nostro campione, corrispondendo a circa il 11,9%.

Concludendo il commento della statistica descrittiva relativa alle variabili indipendenti, si ricorda che la variabile Settore è una variabile *dummy* o dicotomica, ovvero che può assumere valori solo di 1 o 0. Nel caso la società appartenga al settore bancario o assicurativo, tale variabile assumerà il valore di 1, viceversa il valore di 0. Come precedentemente affrontato, il campione delle 159 società contiene al suo interno ben 14 società appartenenti al settore bancario o assicurativo, definite quindi come Financial (si ribadisce che il settore di appartenenza è riconosciuto dalla società Borsa Italiana S.p.a.).

5.5. Risultati della ricerca

In seguito all'osservazione del campione oggetto di analisi ed al commento dei principali elementi di statistica descrittiva legati al modello descritto, si procede nel corrente paragrafo all'esposizione dei risultati della ricerca. A questo proposito, si procederà implementando il modello di regressione multivariata al campione appena descritto. Riportiamo il modello di regressione illustrato in precedenza, per la comprensione delle variabili che impattano sul livello di qualità della corporate governance applicata da ciascuna società:

$$\text{IC\&CGindex}_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{DIMENSIONE}_i + \beta_2 \text{AMMMIN}_i + \beta_3 \text{FONDIESTER}_i + \beta_4 \text{LEVERAGE}_i + \beta_5 \text{PERFORMANCE}_i + \beta_6 \text{STATO}_i + \beta_7 \text{SETTORE}_i + \varepsilon_i$$

L'applicazione di tale modello ha fatto emergere i seguenti risultati, sintetizzati dalla Tabella 49.

Tabella 49 Risultati complessivi del modello di regressione multivariato

	Coefficiente standardizzato	t	Errore Standard
(Costante)		14,104	0,030
Fatturato	0,321***	3,986	0,005
Ammmin	0,121*	1,658	0,007
Fondiesteri	0,274***	3,761	0,008
Leverage	0,125*	1,822	0,032
Performance	-0,198***	-2,822	0,092
Stato	0,165**	2,215	0,076
Settore	0,099	1,372	0,031
N	159		
R²	0,332		
Adjusted R²	0,302		
F	10,743***		

*** p-value < 0,01

** p-value < 0,05

* p-value < 0,1

I risultati del modello OLS multivariato, evidenziano la bontà di adattamento del modello stesso, osservabile dalla varianza espressa, denotando una buona significatività del modello, sebbene non tutte le variabili inserite siano significative al fine della determinazione del livello di qualità della corporate governance. Il test di ipotesi F e il relativo p-value indicano come il rifiuto dell'ipotesi nulla sia pari a livello 0,01 evidenziando l'alta significatività del modello proposto.

Entrando nel merito dell'analisi, emerge come la dimensione della società e la maggior presenza nell'azionariato di fondi esteri, abbiano un impatto positivo sul livello di corporate governance implementata dalla società. Nel dettaglio, tutte e due queste variabili raggiungono un livello di significatività molto elevato, registrando un p-value < 0,01.

Viceversa, le performance aziendali approssimate dal Return on Assets conseguito nell'esercizio risultano essere inversamente correlate con la qualità della corporate governance adottata dalle società, con un'altissima significatività registrata pari ad un p-value < 0,01.

Inoltre, risulta avere una significatività elevata anche la presenza della partecipazione statale tra la compagine azionaria, con un $p\text{-value} < 0,05$ ed un coefficiente standardizzato Beta di 0,165.

Diverso impatto poi per la variabile che approssima la partecipazione nel consiglio di amministrazione di amministratori eletti dalle minoranze e l'indipendenza finanziaria calcolata sui debiti finanziari, che registrano una significatività inferiore ma comunque rilevante sulla qualità della corporate governance adottata, pari ad un $p\text{-value}$ di < 0.1 .

Passando poi alla variabile settore, si registra un coefficiente standardizzato Beta pari a 0,099 per una significatività tuttavia bassa, pari ad un $p\text{-value} > 0.1$. Ciò tuttavia indica che la variabile *dummy* di valore 1 per le società Financial e di 0 per le società industriali vede i settori bancario ed assicurativo impattare positivamente sull'indice di misurazione della qualità della corporate governance, anche se in misura limitata. Tale risultato è però in linea con le statistiche descrittive precedentemente illustrate.

CONCLUSIONI

Il lavoro di ricerca presentato si è focalizzato sull'analisi della qualità della corporate governance attraverso lo studio dell'informativa societaria rilasciata dalle società quotate in Italia.

In particolare, dopo aver effettuato una disamina sul peso della corporate governance all'interno dell'azienda vista come un sistema ed aver considerato l'attuale stato dell'arte, si sono individuati nella disciplina i filoni di ricerca che indagano la tematica. Si è poi rivolta l'attenzione ai principali costrutti teorici di riferimento, sviluppati dalla ricerca internazionale, utili a comprendere il beneficio della strutturazione del governo d'impresa, tra cui le diverse definizioni degli stakeholder, la teoria della separazione tra proprietà e controllo, la teoria dei diritti di proprietà, la teoria dell'agenzia e la teoria del mercato per il controllo societari.

Tali costrutti teorici risultano propedeutici alla comprensione del ruolo del governo d'impresa e rappresentano un bagaglio di conoscenza necessario a valutare le problematiche che risultano attualmente oggetto di indagine da parte degli studiosi di tutto il pianeta. Inoltre, è in tali pietre miliari della disciplina che risultano radicate le fondamenta concettuali su cui sono nate una serie di disposizioni regolatorie condizionanti le attuali pratiche di governo d'impresa delle società quotate nei più importanti mercati finanziari.

Di questi insiemi di disposizioni, riunite nelle leggi e nei codici di autodisciplina internazionali, ne vengono presentate le più importanti degli ultimi anni, e per alcune se ne esplica il contenuto e il contesto storico che le ha generate.

Successivamente, si sono proposte le ricerche internazionali più significative che nel recente passato hanno affrontato il tema della misurazione qualitativa delle disposizioni sul governo d'impresa adottate dalle società, e le caratteristiche del contesto di riferimento in cui le stesse si trovano ad operare.

Una volta presentati i lavori più importanti, si definisce l'obiettivo perseguito della tesi di ricerca, ovvero indagare e comprendere quali caratteristiche specifiche delle

società quotate in Italia determinano l'incremento qualitativo delle pratiche di governo d'impresa adottate, e quindi una migliore qualità della corporate governance misurata.

Per il conseguimento di tale obiettivo, si sono tenute in considerazione le metodologie utilizzate nelle passate ricerche. In molteplici studi si misura la qualità del governo d'impresa attraverso la creazione di un indice di corporate governance, generato attraverso la selezione delle disposizioni considerate critiche per il contesto di riferimento, la cui adozione o meno risulta esplicitata dai documenti societari obbligatori.

Sulla stessa linea si pone il lavoro qui trattato, in cui si presenta una ricerca empirica perpetrata avvalendosi di un proprio indice per la misurazione della qualità della corporate governance, specifica per il contesto italiano. L'indice ottenuto, denominato Internal Control & Corporate Governance index è stato applicato ai dati forniti dalle imprese quotate costituenti il campione, attraverso la rilevazione manuale della presenza o meno dei 12 *item* considerati, per tutte le 159 società.

Una volta effettuato il lavoro di raccolta dei dati, al fine di comprendere le determinanti del livello qualitativo di corporate governance, si è scelto di utilizzare in un modello di regressione OLS. Tale modello di regressione, sfruttato anche in numerose altre ricerche sul tema, viene costruito ponendo come variabile dipendente l'IC&CG index. Come variabili indipendenti sono state scelte alcune tra le principali caratteristiche delle società oggetto di analisi, introdotte come proxy di potenziali fattori rilevanti riscontrati dall'analisi dell'ambiente aziendale e finanziario italiano.

Nel merito, si è deciso di osservare anche su spunto di precedenti ricerche, se il livello di corporate governance adottato fosse influenzato o meno dal livello di partecipazione di alcuni azionisti di peso quali lo stato o i fondi istituzionali esteri, dalla presenza di amministratori eletti dalle minoranze azionarie all'interno del consiglio di amministrazione, dal livello di indebitamento finanziario registrato e/o dalle performance aziendali, controllando per variabili quali la dimensione della società osservata, e il settore di riferimento (ritenuti fattori la cui influenza risulta fisiologica e già dimostrata da passate ricerche).

Il modello OLS creato al fine di determinare le causali influenzanti l'indice di misurazione della qualità della corporate governance, come dimostrato statisticamente nel lavoro, fornisce risultati significativi a conferma dell'adeguatezza del modello stesso.

L'analisi delle evidenze palesa come sia la presenza di fondi istituzionali esteri nell'azionariato, sia la presenza dello stato, risultino elementi in grado di influenzare positivamente ed in modo significativo la qualità delle disposizioni di corporate governance adottate, mentre la performance aziendale risulta essere significativamente ma negativamente correlata.

Risultano avere una minore influenza sull'indice IC&CG index le variabili che approssimano il grado di indebitamento finanziario della società, nonché la presenza di amministratori di minoranza all'interno del consiglio di amministrazione, elementi entrambi correlati positivamente ma in misura meno significativa dei precedenti regressori.

L'utilizzo di un modello OLS così strutturato risulta innovativo, in quanto nelle precedenti ricerche analizzate l'indice di corporate governance veniva utilizzato come variabile indipendente al fine di indagare la relazione tra corporate governance e performance o valore d'impresa. All'interno del modello venivano inserite ulteriori variabili di controllo, al fine di considerare gli effetti di alcuni elementi ritenuti in grado di influenzare i risultati della relazione indagata.

L'impostazione qui utilizzata potrà sicuramente risultare soggetta a critiche di incompletezza nella realizzazione dell'indice IC&CG index, in quanto è certamente possibile introdurre ulteriori elementi per la valutazione della qualità della corporate governance. Allo stesso tempo, ciò può risultare come un interessante spunto per ampliare il lavoro realizzato, al fine di affinare la capacità IC&CG index di approssimare la qualità delle procedure di corporate governance adottate.

Un'altra interessante questione potrebbe riguardare l'introduzione di ulteriori variabili indipendenti in grado di influenzare la qualità della corporate governance adottata da una società.

Inoltre, al fine di estendere la ricerca al di fuori del contesto nazionale e permettere la comparabilità dei risultati, potrebbe essere interessante riproporre il lavoro qui effettuato analizzando un contesto estero, in cui un differente ambiente regolatorio potrebbe portare a conseguire risultati notevolmente diversi.

Bibliografia

Aggarwal R., Erel I., Rene S. M., Williamson R., Differences in Governance Practices Between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences, *The Review of Financial Studies*, 2009.

Agrawal A., Knoeber C., Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of financial and quantitative analysis*, 1996.

Airoldi G., Forestieri G., Gli Assetti Istituzionali D'Impresa: inerzia, funzioni e leve, Etas, 1998.

Al-Malkawi H.-A. N., Pillai R., Bhatti M. I., Corporate governance practices in emerging markets: The case of GCC countries, *Economic Modelling*, 2013.

Alchian A.A., Demsetz H., Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review*, 1972.

Ali B., Lesage C., Audit Pricing and Nature of Controlling Shareholders: Evidence from France, *China Journal of Accounting Research*, 2012.

Ammann M., Oesch D., Schmid M. M., Corporate governance and firm value: International evidence, *Journal of Empirical Finance*, 2011.

Ang J., Cole R., Lin J., Agency costs and ownership structure. *the Journal of Finance*, 2000.

Arcot S., Bruno V., One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance, 1st Annual Conference on Empirical Legal Studies, Forthcoming, 2007.

Balasubramanian N., Black B.S., Khanna V., The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India, *Emerging Markets Review*, 2010.

Barca, F., Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediary, regole, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1993.

Barca F., On corporate governance in Italy: Issues, facts, and agency, manuscript, Bank of Italy, 1995.

Barucci, E., Falini, J., Determinants of Corporate Governance in the Italian Financial Market. Economic Notes, 2005.

Bianchi M., Bianco M., Enriques L., Ownership, pyramidal groups and separation between ownership and control in Italy, European Corporate Governance Network, 1997.

Bianco M., Casavola P., Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti, Rivista delle società, 1996.

Baumol W. J., Business behavior, value and growth, Macmillan, 1959.

Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R., Law and finance: why does legal origin matter?, Journal of comparative economics, 2003.

Bertini U., Dissesti aziendali e sistemi di controllo interni, Studi e note di economia, 2004.

Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A., What Matters in Corporate Governance?, The Review of Financial Studies, 2009

Benvenuto L., Il dirigente preposto nei rapporti con gli organi sociali, Note e studi Assonime, 2012.

Bhagat S., Black B., The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, Business Lawyer, 1999.

Bhagat S., Black B., The non-correlation between board independence and long-term firm performance, Journal of Corporation Law, 2002.

Bhagat, S., Bolton, B., Romano, R., The promise and peril of corporate governance indices. Columbia Law Review, 2008.

Bianchi M., Ciavarella A., Novembre V., Signoretti R. and CONSOB, Comply or Explain: Investor Protection Through the Italian Corporate Governance Code, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2011.

Black, B., The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2001.

Black, B., Jang, H., Kim, W., Does Corporate Governance Affect Firm Value?: Evidence from Korea. University of Chicago Law School, Law and Economics Workshop, 2003.

Black B., Jang H., Kim W., Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2006.

Black B., Shareholder activism and corporate governance in the United States, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998.

Black B., De Carvalho A. G., Gorga E., What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries), *Journal of corporate finance*, 2011.

Black B., de Carvalho A.G., Khanna V., Kim W., Yurtoglu B., Methods for multicountry studies of corporate governance: evidence from the BRIKT countries. *Journal of Econometrics*, 2014.

Black, B., Love, I., Rachinsky, A., Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time-Series Evidence from Russia, *Emerging Markets Review*, 2006.

Brown L., Caylor M., Corporate governance and firm valuation, *Journal of accounting and public policy*, 2006.

Bruno V., Claessens S., Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing?, *Journal of Financial Intermediation*, 2010.

Brutti N., Codici di comportamento e società quotate, *Giurisprudenza commerciale*, 2007.

Cantino V., Corporate Governance, misurazione della performance e compliance del Sistema di controllo interno, Giuffrè, 2007.

Carrol A.B., Näsi J., Understanding stakeholder thinking: Themes from a Finnish conference, Business Ethics: A European Review, 1997.

Cheung Y.L., Jiang P., Limpaphayom P., Tong L., Does corporate governance matter in China?, China Economic Review, 2008.

Chhaochharia, V., Laeven, L., Corporate governance norms and practices. Journal of Financial Intermediation, 2009.

Clarkson M., The corporate governance and its stakeholders - Classic and contemporary readings, University of Toronto Press, 1998.

Cremers K. J. M., Nair, V. B., Governance Mechanisms and Equity Prices. The Journal of Finance, 2005.

Cremers, M., Ferrell A., Thirty years of governance governance: Firm valuation and stock returns, Working Paper, Yale School of Management, 2010.

Coase R., The nature of the firm, Econometrica, 1937.

Core, J., Guay, W., & Rusticus, T., Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations, The Journal of Finance, 2006.

Coughlan A., Schmidt, R., Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation, Journal of Accounting and Economics, 1985.

Dalton D., Daily C., Johnson J., Ellstrand A., Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, Strategic management Journal, 1998.

Di Cagno N., L'impresa societaria, collana di economia aziendale - Serie scientifica, 2012.

Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H., Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 2004.

Durnev A., Kim E. H., To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance*, 2005.

Fama E., Agency Problems and the Theory of the Firm, *The journal of political economy*, 1980.

Fama E., Jensen M.C., Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, 1983.

Ferreira M. A., Matos P., The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World, *Journal of Financial Economics*, 2007.

Ferrero G. *Impresa e management*, Giuffrè, 1991.

Fimmanò F., I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma, *Rivista di Diritto Bancario*, 2004.

Forestieri G., Airoidi G., La corporate governance negli schemi interpretative della letteratura, in *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, 1998.

Forestieri G., *Corporate e investment banking*, Egea, 2007.

Fortuna F., *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, 2001.

Franks J. R., Mayer C., Hostile takeovers and the correction of managerial failure, *Journal of Financial Economics*, 1996.

Freeman R. E., Reed L. D., Stockholders and stakeholders: A new perspective in corporate governance, *California management review*, 1983.

Gasparri G., I controlli interni nelle società quotate - Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti, *Quaderni giuridici - Consob*, 2013.

Gompers P., Ishii J., Metrick, A., Corporate Governance and Equity Prices. *Quart. J. Econ.*, 2003.

Grossman J., Hart O., The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *The Journal of Political Economy*, 1986.

Hart O., Incomplete Contracts and the Theory of the Firm, *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1988.

Hart O., Moore J., Property Rights and the Nature of the Firm, *Journal of political economy*, 1990.

Henry D., Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2010.

Hermalin B., & Weisbach M., The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 1988.9

Hermalin B., Weisbach M., The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, 1991.

Hermalin B., Weisbach M., Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *Economic Policy Review*, 2001.

Huse M., Boards, governance and value creation: the human side of corporate governance, *Cambridge university press*, 2007.

Jensen M. C., Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 1986

Jensen M. C., Meckling W. H., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 1976.

Jensen M., Takeovers: their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 1988.

Jensen M., The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system, *Journal of Finance*, 1993.

Johnson J., Daily C., Ellstrand A., Boards of directors: A review and research agenda, *Journal of Management*, 1996.

Kaplan, S., Minton, B., Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers, *Journal of Financial Economics*, 1994.

Karamanou I., Vafeas N., The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis, *Journal of Accounting Research*, 2005.

Khanna T., Palepu K., Emerging Market Business Groups, Foreign Intermediaries, and Corporate Governance, *Concentrated corporate ownership*, 2000.

Klapper L. F., Love I., Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets, *Journal of Corporate Finance*, 2002.

Klein P., Shapiro D. and Young J., Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 2005.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform, *National Bureau of Economic Research*, 1998.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 1999.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., Investor Protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 2000.

Lazonick W., O'Sullivan M., Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, *Economy and Society*, 2000.

Lehn K., Patro S., Zhao M., Governance indexes and valuation: Which causes which?, *Journal of Corporate Finance*, 2007.

Linden P., Matolcsy Z., Corporate governance scoring systems: what do they tell us?, *Australian Accounting Review*, 2004.

Mace M.L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, 1971.

Manne H., Mergers and the market for corporate control, Journal of Political Economy, 1965.

Manry, D., Stangeland D., The united shareholders association shareholder 1000 and firm performance. Journal of Corporate Finance, 2003.

Marris R., The Economic Theory of Managerial Capitalism, Free Press of Glencoe, 1964.

Maugeri M., Regole autodisciplinari e governo societario, Giurisprudenza commerciale, 2002.

McConnell J., Servaes H., Additional evidence on equity ownership and corporate value, Journal of Financial economics, 1990.

Melis A., Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea, Giappichelli, 1999.

Melis A., Corporate Governance in Italy. Corporate Governance: An International Review, 2000.

Molteni M., I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane, Egea, 1997.

Moore J., Implementation, contracts, and renegotiation in environments with complete information, Advances in economic theory, 1992.

Morck R., Shleifer A., Vishny R., Management Ownership and Corporate Performance: An Empirical Analysis, Journal of financial economics, 1988.

Onado M., Mercati e intermediari finanziari: economia e regolamentazione, Il mulino, 2000.

Onida P., Azienda: primi principi di organizzazione e gestione, Giuffré editore, 1954.

Pagano M., Panetta F., Zingales L., Why do companies go public? An empirical analysis, Graduate School of Business, 1995.

Pugliese A., Percorsi evolutivi della corporate governance. Il ruolo del consiglio di amministrazione dall'agency theory a una prospettiva di contingency, Wolters Kluwer Italia, 2008.

Romano R., Corporate Law and Corporate Governance, Industrial and corporate change, 1996.

Rosenstein S., Wyatt J., Outside directors, board independence, and shareholder wealth. Journal of financial economics, 1990.

Salvioni D., Corporate Governance, controllo e trasparenza, Franco Angeli, 2007.

Scharfstein D., The disciplinary role of takeovers, Review of Economic Studies, 1988.

Shleifer A., Vishny N.W., Large shareholders and corporate control, Journal of Political Economy, 1986.

Shleifer A., Vishny N.W., A survey of corporate governance, Journal of Finance, 1997.

Stiles P., Taylor B., Boards at work: How directors view their roles and responsibilities: How directors view their roles and responsibilities, OUP Oxford, 2001.

Sun Q., W. Tong, China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success, Journal of Financial Economics, 2003.

Weimer J., Pape J., A taxonomy of system of corporate governance, Corporate governance an international review, 1999.

Weisbach M., Outside directors and CEO turnover, Journal of financial Economics, 1988.

Williamson O., The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm, Markham Chicago, 1967.

Zahra S., Pearce J., Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model, *Journal of management*, 1989.

Zappa G., Tendenze nuove negli studi di ragioneria, Istituto editoriale scientifico, 1927.

Zappa G., La produzione nell'economia delle imprese, Giuffr  editore, 1956.

Zattoni A., Assetti proprietari e corporate governance, Egea, 2006.

Zattoni A., Il governo economico delle imprese, Egea, 2004.

Zattoni A., L'assetto istituzionale delle imprese italiane, Egea, 2004.

Zingales L., In search of new foundations, National Bureau of Economic Research, 2000.